BANK OF CANADA
BANQUE DU CANADA
CELEBRATING 75 YEARS
CÉLÉBRONS 75 ANS

Monetary Policy Report

April 2010

www.bankofcanada.ca

CANADA'S INFLATION-CONTROL STRATEGY*

Inflation control and the economy

- Inflation control is not an end in itself; it is the means whereby monetary policy contributes to solid economic performance.
- Low, stable, and predictable inflation allows the economy to function more effectively. This contributes to better economic growth over time and works to moderate cyclical fluctuations in output and employment.

The monetary policy instrument

- Announcements regarding the Bank's policy instrument—the target overnight interest rate—take place, under normal circumstances, on eight pre-specified dates during the year.
- In setting a target for the overnight rate, the Bank of Canada influences short-term interest rates to achieve a rate of monetary expansion consistent with the inflation-control target. The transmission mechanism is complex and involves long and variable lags—the impact on inflation from changes in policy rates is usually spread over six to eight quarters.

The targets

- In February 1991, the federal government and the Bank of Canada jointly agreed on a series of targets for reducing total CPI inflation to the midpoint of a range of 1 to 3 per cent by the end of 1995. The inflation target has been extended a number of times. In November 2006, the agreement was renewed for a period of five years to the end of 2011. Under this agreement, the Bank will continue to conduct monetary policy aimed at keeping total CPI inflation at 2 per cent, with a control range of 1 to 3 per cent around the target.

Monitoring inflation

- In the short run, a good deal of movement in the CPI is caused by transitory fluctuations in the prices of such volatile components as fruit and gasoline, as well as by changes in indirect taxes. For this reason, the Bank uses a core measure of CPI inflation as an indicator of the underlying trend in inflation. This core measure excludes eight of the most volatile components of the CPI and adjusts the remaining components to remove the effect of changes in indirect taxes.

* See "Joint Statement of the Government of Canada and the Bank of Canada on the Renewal of the Inflation-Control Target" and background information. Reprinted in the *Bank of Canada Review* (Winter 2006–2007): 45–59.

Bank of Canada
234 Wellington Street
Ottawa, Ontario K1A 0G9

ISSN 1201-8783 (Print)
ISSN 1490-1234 (Online)
Printed in Canada on recycled paper

BANK OF CANADA
BANQUE DU CANADA
CELEBRATING 75 YEARS
CÉLÉBRONS 75 ANS

Monetary Policy Report

April 2010

THIS IS A REPORT OF THE GOVERNING COUNCIL OF THE BANK OF CANADA:
MARK CARNEY, PIERRE DUGUAY, JOHN MURRAY, TIMOTHY LANE, AND JEAN BOIVIN.

The Bank has an unwavering commitment to price stability. The single, most direct contribution that monetary policy can make to sound economic performance is to provide Canadians with confidence that their money will retain its purchasing power.

Mark Carney

Governor, Bank of Canada
24 March 2010
Ottawa, Ontario

Contents

1 **Overview**

3 **The Global Economy**

3 Recent Developments

5 Developments in Global Financial Markets

7 Outlook for the Global Economy

11 **The Canadian Economy**

11 Recent Developments

11 Aggregate Demand and Supply

13 Estimated Pressures on Capacity

14 Inflation and the 2 Per Cent Target

16 Canadian Financial Conditions

18 Exchange Rate

21 Outlook for the Canadian Economy

21 Aggregate Demand and Supply

23 The Projection for Inflation

24 **Policy Response**

26 **Risks to the Outlook**

Technical Box

25 The Current Economic Outlook Is Firmer than Envisaged in April 2009

Overview

Global economic growth has been somewhat stronger than projected, with momentum in emerging-market economies increasing noticeably. Exceptional stimulus from monetary and fiscal policies continues to provide important support in many countries. The recovery in the major advanced economies is still expected to be relatively subdued, reflecting ongoing balance sheet adjustments and the gradual withdrawal of fiscal stimulus commencing later this year.

In Canada, the economic recovery is proceeding somewhat more rapidly than the Bank had projected in January and the profile for growth is more front-loaded. The Bank now projects that the economy will grow by 3.7 per cent in 2010 before slowing to 3.1 per cent in 2011 and 1.9 per cent in 2012.

This profile reflects stronger near-term global growth, very strong housing activity in Canada, and the Bank's assessment that policy stimulus resulted in more expenditures being brought forward in late 2009 and early 2010 than expected. At the same time, the persistent strength of the Canadian dollar, Canada's poor relative productivity performance, and the low absolute level of U.S. demand will continue to act as significant drags on economic activity in Canada. The Bank expects the economy to return to full capacity in the second quarter of 2011.

The outlook for inflation reflects the combined influences of stronger domestic demand, slowing wage growth, and overall excess supply. Core inflation, which has been somewhat firmer than projected in January, is expected to ease slightly in the second quarter of 2010 as the effect of temporary factors dissipates, and to remain near 2 per cent throughout the rest of the projection period. Total CPI inflation is expected to be slightly higher than 2 per cent over the coming year, before returning to the target in the second half of 2011.

Despite the firming of the global and Canadian recoveries, there are considerable risks around the Bank's outlook.

The main upside risks to inflation are that domestic and international developments will generate more demand for Canadian goods and services than is currently anticipated. It is possible that the momentum in household expenditures and residential investment could be greater than currently expected. Internationally, a faster-than-expected global recovery could stimulate external demand for Canadian exports and improve the terms of trade.

There are two main downside risks to inflation. First, the global economic recovery could be more protracted than currently projected. Second, the combination of the persistent strength of the Canadian dollar and Canada's

This report includes information received up to the fixed announcement date on 20 April 2010.

poor relative productivity performance could exert a larger-than-expected drag on growth and put additional downward pressure on inflation.

While risks to the inflation outlook remain elevated, the Bank judges that they are roughly balanced over the projection horizon. Over the medium term, global macroeconomic imbalances continue to pose significant risks to the outlook.

In response to the sharp, synchronous global recession, the Bank lowered its target rate rapidly over the course of 2008 and early 2009 to its lowest possible level. With its conditional commitment introduced in April 2009, the Bank also provided exceptional guidance on the likely path of its target rate. This unconventional policy provided considerable additional stimulus during a period of very weak economic conditions and major downside risks to the global and Canadian economies. With recent improvements in the economic outlook, the need for such extraordinary policy is now passing, and it is appropriate to begin to lessen the degree of monetary stimulus.

On 20 April 2010, the Bank maintained its target for the overnight rate at 1/4 per cent and removed the conditional commitment. The extent and timing of any additional withdrawal of monetary stimulus will depend on the outlook for economic activity and inflation, and will be consistent with achieving the 2 per cent inflation target.

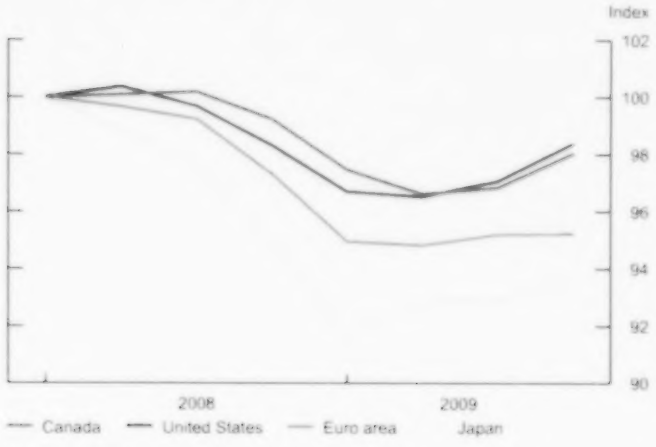
The Global Economy

Recent Developments

The global economy is evolving largely as expected, with strong growth in many emerging economies accompanied by moderate recovery in most advanced economies **(Chart 1)**. While growth has been somewhat stronger than projected, and global financial conditions have generally improved, exceptional monetary and fiscal stimulus continues to provide important support in many countries. Recovery in the advanced economies is still expected to be subdued, since private demand remains weak in most of these countries and fiscal stimulus will start to wind down later this year.

The global economy has been somewhat stronger than projected, and financial conditions have generally improved.

Chart 1: Major economies are recovering . . .
Real GDP, 2008Q1 = 100, quarterly data



Sources: Statistics Canada, U.S. Bureau of Economic Analysis, Eurostat, and Japan Statistics Bureau

Last observation: 2009Q4

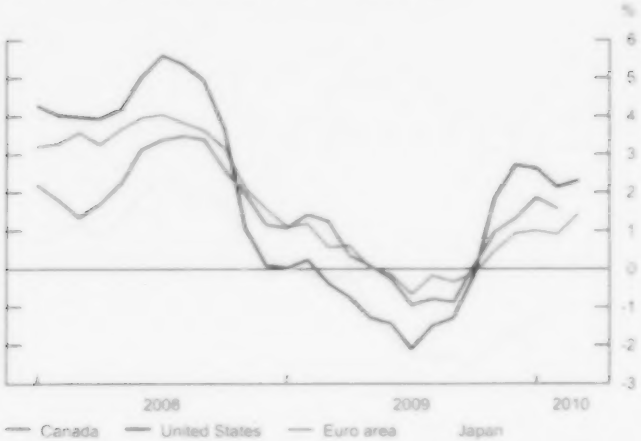
Owing to substantial output gaps, underlying inflation pressures in the major advanced economies are subdued **(Chart 2)**. Unemployment rates appear to be stabilizing and, in some cases, have begun to decline. However, the restrained pace of the recovery, coupled with extensive economic restructuring in many sectors, has raised concerns that the crisis may have persistent effects on productivity growth and long-term unemployment.

Exceptional monetary and fiscal stimulus continues to provide important support in many countries.

U.S. GDP growth in the fourth quarter of 2009 was stronger than expected, at 5.6 per cent, supported by a larger contribution from inventories and a greater-than-expected rebound in investment in equipment and software.

Chart 2: . . . while inflation remains subdued

Year-over-year percentage change in total CPI, monthly data



Sources: Statistics Canada, U.S. Bureau of Labor Statistics, Eurostat, and Japan Statistics Bureau

Last observations: February and March 2010

U.S. GDP growth in the fourth quarter of 2009 was stronger than expected, at 5.6 per cent.

Consumption increased by a modest 1.6 per cent, and was heavily dependent on government transfers. Indeed, were it not for net government transfers, household disposable income would have declined over the past two years. The most recent employment numbers for the United States suggest that the period of large-scale job losses is coming to an end, which should provide support for private spending in coming quarters. GDP growth in the first quarter is projected to be 2.9 per cent, driven mainly by an expansion in consumption and higher inventories, while investment in structures, both residential and commercial, appears to have declined.

Economic activity in the euro area faltered in the fourth quarter, owing to a sharp drop in inventories and adverse weather conditions. Although private domestic demand continues to be very weak, government spending and stronger exports have provided important support. Expanding industrial production and increases in purchasing manager indexes point to positive but weak growth in the region in the first quarter.

In Japan, a 3.8 per cent increase in GDP in the fourth quarter was driven largely by net exports. Japan's unemployment rate peaked last year and has subsequently edged down. While government incentives are still supporting the consumption of durable goods, there are growing indications of a modest recovery in the services sector.

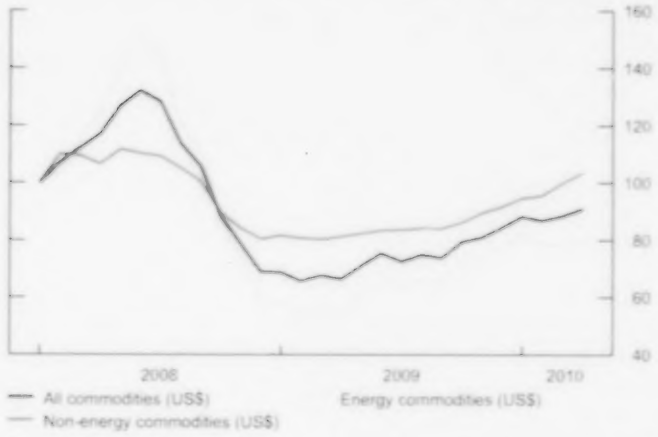
China's economy grew at a stronger-than-expected rate in the first quarter of 2010, driven by both internal and external demand.

China's economy grew at a stronger-than-expected rate of 11.9 per cent on a year-over-year basis in the first quarter of 2010, driven by both internal and external demand. The rebound in exports has been more vigorous than expected, owing particularly to strong demand from the ASEAN countries. Housing prices in China have also increased sharply in recent months, and CPI inflation has started to move up, sparking concerns about underlying inflationary pressures and prompting authorities to raise mortgage rates, demand larger down payments for home purchases, and increase reserve requirements on banks.

The Bank of Canada's index of global commodity prices has increased slightly from its level last January, with a rise in oil and non-energy commodity prices—in response to stronger global demand—largely offset by a sharp drop in natural gas prices **(Chart 3)**. Most of the increase in the prices

Chart 3: Commodity prices have risen with the recovery

Bank of Canada commodity price index (rebased to January 2008 = 100), monthly data



Source: Bank of Canada

Last observation: March 2010

of non-energy commodities stems from a rise in base metal prices and a rebound in lumber prices, related to low inventory levels. The decline in natural gas prices reflects seasonal effects (i.e., the onset of warmer temperatures) and ongoing weakness in U.S. industrial demand.

Developments in Global Financial Markets

Conditions in global financial markets have remained supportive, but the positive overall tone has been tempered by heightened focus on sovereign risk.

Conditions in global financial markets have remained supportive, with continuing low longer-term interest rates for a broad spectrum of issuers and narrow spreads in bank funding markets. Corporate bond issuance has been robust, and equity markets in many countries have reached new highs in response to stronger-than-expected economic indicators and continued strength in corporate earnings. This positive overall tone has been tempered, however, by increased concerns over the fiscal situations in a number of countries, particularly in Europe. The heightened focus on sovereign risk and growing uncertainty about fiscal sustainability pushed government bond yields sharply higher in the affected countries, but have not led to more generalized contagion across markets.

Many of the extraordinary central bank liquidity and credit facilities put in place during the crisis have been allowed to wind down.

Government bond markets are also reflecting a divergence in economic conditions among various countries **(Chart 4)**. Based partly on expectations of improved growth prospects, government bond yields rose in the United States and Canada. However, the increase in Canada was much more pronounced at the short end, causing the yield curve to flatten. Although policy rates remain extremely low **(Chart 5)**, central banks in some smaller industrialized countries and emerging-market economies have already begun to raise their rates in response to strengthening economic activity. Many of the extraordinary central bank liquidity and credit facilities that were put in place during the crisis have also been allowed to wind down, since use of these facilities has generally declined with the ongoing improvement in financial conditions. Securitized markets nevertheless remain impaired, despite a number of private and public sector initiatives under way to revive them. New securitizations are likely to remain well below pre-crisis levels for some time.

Chart 4: Government bond markets reflect a divergence in economic conditions

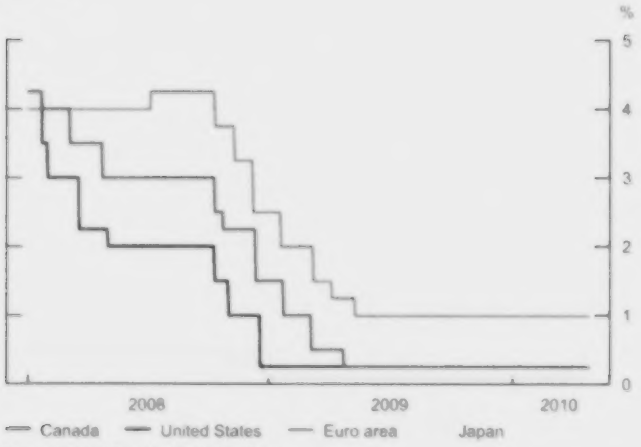
Spreads between 10-year and 2-year government bond yields

Source: Bloomberg

Last observation: 16 April 2010

Chart 5: Policy rates have remained at historic lows in most countries

Daily data



Sources: Bank of Canada, U.S. Federal Reserve, European Central Bank, and Bank of Japan

Last observation: 16 April 2010

Bank lending conditions remain mixed in those countries at the centre of the crisis. The latest senior loan officer surveys for the United States and Europe indicate that commercial banks have, for the most part, stopped tightening their lending standards. However, the considerable tightening that was put in place over the past two years has yet to be unwound, and small firms, in particular, still face restricted access to credit. Banks continue to deleverage and are managing their risk exposures aggressively.

Outlook for the Global Economy

The near-term prospects for the global economy have improved modestly since the January *Report*, with growth projected to average slightly more than 4 per cent through 2012 **(Table 1)**. Upward revisions to the outlook for 2010 reflect stronger growth in China and emerging Asia, as well as additional near-term momentum in U.S. consumer spending. Overall, however, the outlook remains broadly unchanged, with strong growth in some emerging-market economies and a gradual recovery in the advanced economies. Growth in many economies remains heavily dependent on fiscal stimulus and expansionary monetary policies. Private domestic demand is projected to pick up in 2011, although it will be muted in the advanced economies compared with previous recoveries. By 2012, however, self-sustaining private demand is expected to be firmly entrenched around the world.

The near-term prospects for the global economy have improved modestly, with growth projected to average slightly more than 4 per cent through 2012.

Table 1: Projection for global economic growth

	Share of real global GDP[a] (per cent)	Projected growth (per cent)[b]			
		2009	2010	2011	2012
United States	21	-2.4 (-2.5)	3.1 (2.5)	3.5 (3.9)	3.5
Euro area	16	-4.1 (-3.9)	1.2 (1.2)	1.6 (2.1)	2.5
Japan	6	-5.2 (-5.3)	2.1 (1.9)	1.7 (2.0)	2.6
China	11	8.7 (8.3)	10.2 (9.3)	9.3 (9.2)	8.7
Rest of the world	46	-1.4 (-2.0)	4.5 (4.0)	4.1 (4.0)	3.9
World	**100**	**-1.1 (-1.5)**	**4.2 (3.7)**	**4.0 (4.1)**	**4.1**

a. GDP shares are based on IMF estimates of the purchasing-power-parity (PPP) valuation of country GDPs for 2008.
Source: IMF, *WEO*, October 2009
b. Numbers in parentheses are projections from the January 2010 *Monetary Policy Report*.
Source: Bank of Canada

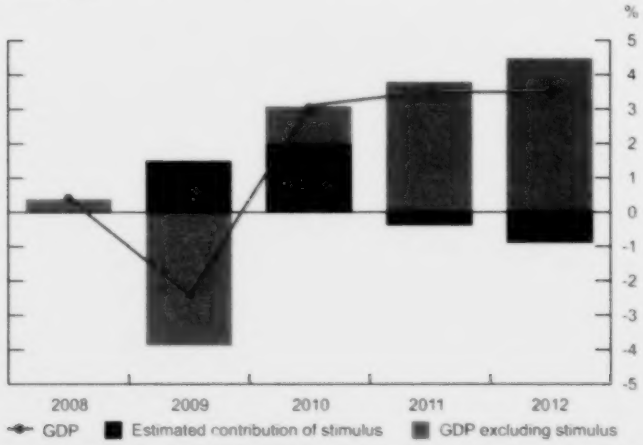
U.S. GDP growth in 2010, on an average annual basis, is expected to be somewhat higher than projected in the January *Report*, largely as a result of stronger-than-expected growth in the fourth quarter of 2009 and the first quarter of 2010. Fiscal stimulus will continue to be an important driver of growth this year **(Chart 6)**, while consumption is projected to be relatively restrained and heavily dependent on government support. The subdued level of consumer demand in 2010 is reflected in the Bank's outlook for U.S. motor vehicle sales, which remain well below pre-crisis levels over the projection horizon.

Even though the withdrawal of fiscal stimulus will have a dampening effect on U.S. economic activity in 2011 and 2012, GDP growth in both years should still average 3.5 per cent. Growth in employment and personal income over the period should lead to modest but steady increases in household spending. While U.S. exports are expected to rise substantially over the projection horizon, their positive contribution to growth will likely be offset by higher imports until early 2012.

Even though the withdrawal of fiscal stimulus will have a dampening effect on U.S. economic activity in 2011 and 2012, GDP growth in both years should still average 3.5 per cent.

The outlook for the euro area is clouded by weak domestic demand. Economic growth in 2010 is expected to be driven primarily by increased exports and is essentially unchanged from the January *Report*. Growth in 2011, however, is now projected to be somewhat weaker. A solid recovery is not expected until 2012, since many sectors have excess capacity, and consumption is expected to be tempered by a sluggish recovery in labour markets.

Chart 6: Fiscal stimulus is currently supporting U.S. growth, but private demand should become more durable in later years
Annual data



Note: The contribution of the stimulus to growth reflects effects on GDP of stimulus enacted in response to the crisis and includes both direct goverment expenditures and indirect effects of the stimulus on other components of aggregate demand.
Source: Bank of Canada

The outlook for Japan remains largely unchanged, with heavy reliance on external demand for growth. Consumption, which has been boosted by government transfers to households and incentives for purchases of durable goods, is not expected to be a major contributor to GDP growth. The same is true of investment, as firms work off excess capacity.

Growth in China is projected to ease slightly in 2011–12, averaging roughly 9.0 per cent.

Growth in China is projected to ease slightly in 2011–12, as the effects of previous stimulative measures begin to dissipate and monetary and credit policies become less accommodative, but should average roughly 9.0 per cent. Other emerging-market economies are also expected to experience strong growth over the next three years, supported in many cases by increased export demand from China.

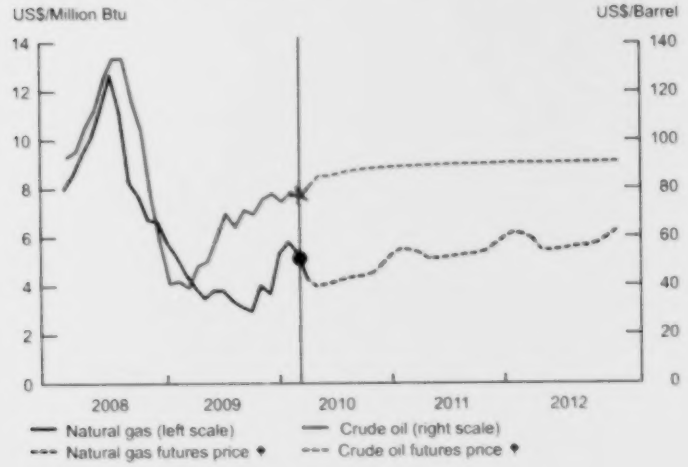
The Bank's non-energy commodity price index is expected to rise by about 30 per cent over the next three years as the global economy recovers, broadly consistent with the Bank's January projection. Current oil price futures indicate that oil prices will rise to around US$91 per barrel in 2012, also in line with expectations in the January *Report* **(Chart 7)**.

Further corrective policy action will be required over the medium term to put global economic growth on a strong, sustainable, and balanced path.

Although global current account imbalances narrowed during the recession, they have started to expand now that the global economy is recovering and commodity prices are strengthening. As indicated by G-20 leaders, further corrective policy action will be required over the medium term to put global economic growth on a strong, sustainable, and balanced path.

Chart 7: Futures curves suggest rising energy prices

Price index: January 2008 = 100, monthly data



* Spot price for crude oil (16 April 2010)

• Spot price for natural gas (16 April 2010)

♦ Based on an average of futures contracts over the two weeks ending 16 April 2010

Note: Values for crude oil and natural gas prices in April 2010 are estimates based on the average daily spot prices up to 16 April 2010.

Source: NYMEX

The Canadian Economy

In Canada, the economic recovery is proceeding somewhat more rapidly than expected in the January *Report*, supported by continued fiscal and monetary stimulus, improved financial conditions, the rebound in global economic growth, more favourable terms of trade, and increased business and household confidence. Larger-than-expected increases in household income and foreign demand provided additional momentum in the final quarter of 2009 and the first quarter of 2010. The pace of real GDP growth is expected to moderate through 2010 and 2011, owing to the persistent strength of the Canadian dollar; the removal of fiscal stimulus; and the effects of the pulling forward of household expenditures and residential investment in recent quarters in response to accommodative monetary policy. Given the stronger growth in recent quarters, the level of economic activity in Canada is expected to remain higher than previously projected over the 2010–11 period, returning to full capacity in the second quarter of 2011, one quarter earlier than projected in January.

In Canada, the economic recovery is proceeding somewhat more rapidly than expected in the January Report.

Core inflation has been higher than projected in recent months, while total CPI inflation has evolved largely as expected. The strength of core inflation reflects a combination of transitory and more fundamental factors, such as the higher level of economic activity and the stickiness of wage increases relative to productivity. The latter has contributed to the resilience of the prices of some core services over the past year. With a more modest amount of excess supply in the economy and the more gradual deceleration in wages than previously anticipated, underlying inflation pressures are slightly more pronounced than in January. Both core inflation and total CPI inflation (excluding the impact of the sales tax harmonization in Ontario and British Columbia) are expected to be close to the 2 per cent target throughout the projection horizon.

Core inflation has been higher than projected in recent months, while total CPI inflation has evolved largely as expected.

Recent Developments

Aggregate Demand and Supply

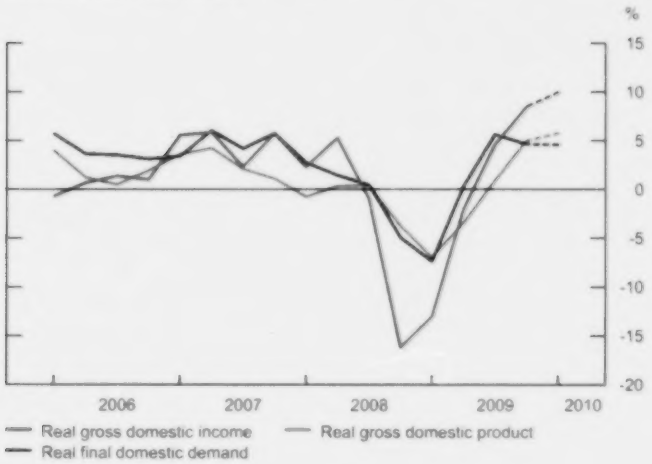
The modest recovery that emerged in the third quarter of 2009 gained significant momentum in the fourth quarter. Canadian real GDP increased by 5 per cent (at annual rates), reflecting continued robust growth in final domestic demand and exports, together with a substantially smaller advance in imports than in the previous quarter. Real gross domestic income rose even more sharply than real GDP as a result of a further improvement in Canada's terms of trade **(Chart 8)**.

The modest recovery that emerged in the third quarter of 2009 gained significant momentum in the fourth quarter.

Growth in residential investment in the fourth quarter exceeded expectations, owing to a larger-than-anticipated effect of low mortgage rates and the home renovation tax credit. The contribution of government spending to GDP

Chart 8: Continued improvements in Canada's terms of trade have boosted the recovery in real gross domestic income

Quarterly growth at annual rates



Note: Numbers for 2010Q1 are estimates.

Sources: Statistics Canada and Bank of Canada estimates

growth also remained sizable, as expected, reflecting ongoing fiscal stimulus. Business fixed investment fell, offsetting the modest rebound in the third quarter. Firms have remained cautious, waiting for additional evidence of a durable recovery in demand, particularly in the United States. Notwithstanding this caution, the rise in exports was stronger than expected, aided by a firmer recovery in U.S. economic activity. Meanwhile, imports increased moderately, following an exceptional surge in the third quarter. Overall, fourth-quarter sales increased sharply, and firms reduced their inventories at a faster pace than in the third quarter, resulting in a further decline in the stock-to-sales ratio.

Recent indicators point to continued strong growth of about 5.8 per cent in the first quarter of 2010.

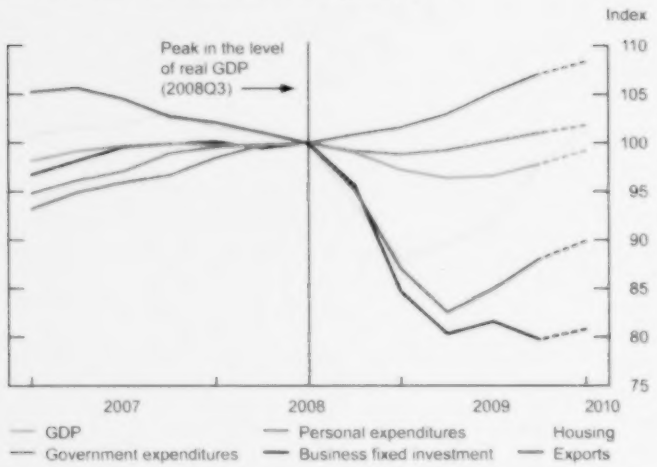
Recent indicators point to continued strong growth of about 5.8 per cent in the first quarter of 2010, with widespread advances in domestic demand, additional gains in exports, and the beginning of a turn in the inventory cycle. Residential investment received a further temporary boost as households rushed to benefit from the home renovation tax credit before it expired on 31 January 2010. As well, business investment is expected to have begun its cyclical recovery, with recent indicators suggesting a strong rebound in the oil and gas sector and related manufacturing activities.

The buoyancy of government spending and, to a lesser degree, personal spending, significantly cushioned the downturn and has supported the recovery.

Although the increase in real GDP in the last two quarters was stronger than anticipated, a temporary surge in growth is not atypical at this stage of the business cycle. To put the recent downturn and recovery in perspective, it is helpful to look at key components of aggregate demand in terms of levels. Their relative performances differ noticeably **(Chart 9)**. The buoyancy of government spending and, to a lesser degree, personal spending, significantly cushioned the downturn and has supported the recovery. In contrast, the level of business fixed investment is still very depressed. Exports also remain well below their pre-recession level, reflecting the persistent weakness in the level of U.S. demand and declining competitiveness **(Chart 10)**. As a result of these developments, the level of real GDP in the first quarter of 2010 was still about 1 per cent below its peak in the third quarter of 2008, and some 2 per cent below potential.

Chart 9: The resilience in personal expenditures and the sustained rise in government expenditures have supported economic activity

Index: 2008Q3 = 100, chained 2002 dollars, quarterly data

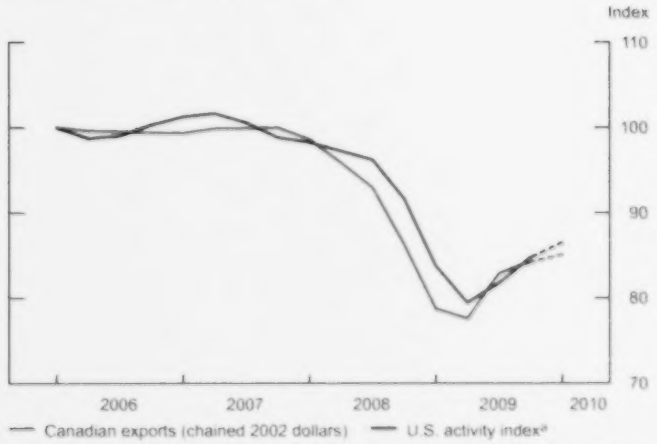


Note: Numbers for 2010Q1 are estimates.

Sources: Statistics Canada and Bank of Canada estimates and calculations

Chart 10: The level of Canadian exports remains depressed, partly because of the weakness in U.S. activity

Index: 2006Q1 = 100, quarterly data



a. Technical Box 2 in the July 2009 *Report*, "The U.S. Activity Index Used at the Bank of Canada," provides details on the index.

Note: Numbers for 2010Q1 are estimates.

Sources: Statistics Canada and Bank of Canada estimates and calculations

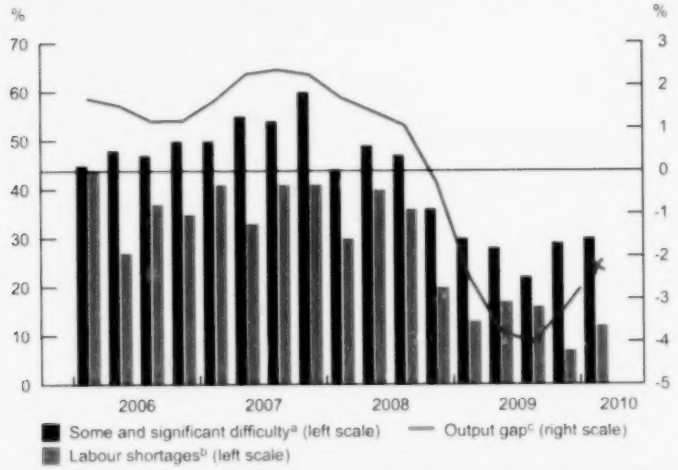
Estimated Pressures on Capacity

Excess supply began to contract in the fourth quarter and narrowed further in the first quarter of 2010, with economic activity expanding much more rapidly than potential output.[1] The Bank's conventional measure indicates that the output gap was -2.3 per cent in the first quarter **(Chart 11)**. In assessing

1 As in the January *Report*, the Bank estimates that potential output growth troughed at 1.2 per cent in 2009. The growth of potential output is then expected to pick up to 1.5 per cent in 2010 and 1.9 per cent in 2011 and 2012.

excess capacity, the Bank considers its conventional measure in conjunction with several other indicators, since there is considerable uncertainty surrounding estimates of potential output, particularly when the economy is coming out of a recession. The Bank's spring *Business Outlook Survey* (http://www.bankofcanada.ca/en/bos/2010/spring/bos0410e.pdf) suggests that capacity pressures remained subdued in the first quarter, with the percentage of firms reporting that they would have difficulty meeting an unanticipated increase in demand still at a low level.

Chart 11: While still substantial, excess supply in the Canadian economy began to narrow in 2009Q4

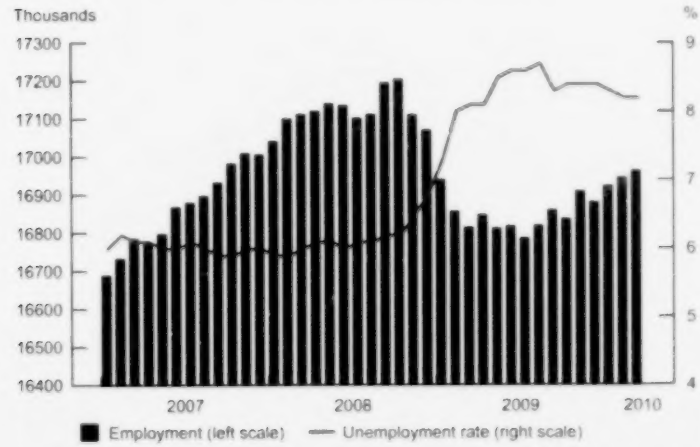


a. Response to *Business Outlook Survey* question on capacity pressures. Percentage of firms indicating that they would have either some or significant difficulty meeting an unanticipated increase in demand/sales.
b. Response to *Business Outlook Survey* question on labour shortages. Percentage of firms reporting labour shortages that restrict their ability to meet demand.
c. Difference between actual output and estimated potential output. The estimate for the first quarter of 2010 (indicated by *) is based on a projected increase in output of 5.8 per cent (at annual rates) for the quarter.

Source: Bank of Canada — Last observation: 2010Q1

Chart 12: The labour market is gradually improving

Monthly data



Source: Statistics Canada — Last observation: March 2010

Recent indicators suggest that the labour market has continued to improve gradually, in tandem with the turnaround in real GDP. Both employment and average hours worked began to recover in mid-2009, and the unemployment rate has been edging down, although it remains at a relatively high level **(Chart 12)**. Results from the spring *Business Outlook Survey* indicate that the percentage of firms facing labour shortages has risen only modestly from the trough reached in the fourth quarter of 2009.

The Bank judges that the economy was operating about 2 per cent below its production capacity in the first quarter of 2010.

After reviewing all the indicators of capacity pressures, and taking into account the weakness in potential output associated with ongoing restructuring across various sectors of the Canadian economy, the Bank judges that the economy was operating about 2 per cent below its production capacity in the first quarter of 2010.

Inflation and the 2 Per Cent Target

Core inflation has been firmer than projected in January, the result of both transitory and more fundamental factors. Although core inflation was expected to remain relatively stable over the near term, it rose from 1.5 per cent in November to 2.1 per cent in February **(Chart 13)**. This upward movement partly reflects transitory factors, such as the unusual pricing pattern for new passenger vehicles since the introduction of the 2010 models into the CPI in November, and the surge in the price of travel accommodation associated with the 2010 Winter Olympics in Vancouver.

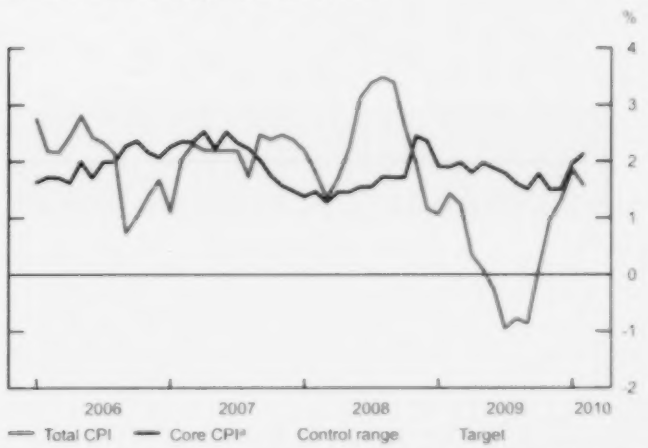
Core inflation has been firmer than projected in January, the result of both transitory and more fundamental factors.

More broadly, the firmness of core inflation over the past year, despite the large amount of excess supply in the economy, reflects the resilience in the prices of some components of core services, including a significant rise in some regulated prices (e.g., communications, tuition fees, and cable services). This resilience reflects the slower-than-anticipated deceleration in wages, since labour costs represent a large portion of total production costs in core services. Shelter prices have also increased at a faster-than-expected rate, reflecting the more rapid rebound in housing demand as households pulled forward some of their expenditures.

The firmness of core inflation over the past year reflects the resilience in the prices of core services.

Chart 13: Core inflation has been firmer than expected

Year-over-year percentage change, monthly data



a. CPI excluding eight of the most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

Source: Statistics Canada

Last observation: February 2010

On balance, the 12-month rate of change in the total CPI in January and February was only slightly higher than projected in the January *Report*, since the larger-than-expected rise in core inflation was partly offset by weaker-than-expected prices in some volatile components, particularly for energy and vegetables.

Total CPI inflation in January and February was only slightly higher than projected.

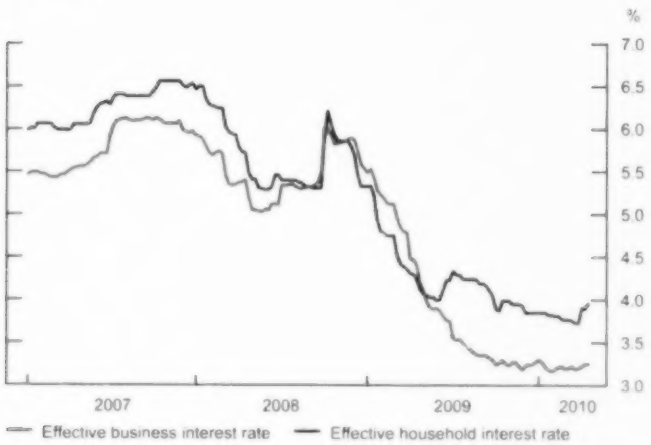
With Canada's economic recovery gaining momentum and energy prices firming up, measures of near-term inflation expectations have risen closer to the 2 per cent target in recent months. The April Consensus Economics forecast for total CPI inflation in 2010 is 1.9 per cent. As reported in the Bank's spring *Business Outlook Survey*, expectations for average inflation over the next two years remain concentrated within the Bank's inflation-control range, although an increasing share of respondents (40 per cent) saw inflation in the upper half of this range. Market-based measures of longer-term inflation expectations continue to lie within their historical range. Taking this and other information into account, the Bank judges that medium- and longer-term inflation expectations remain well anchored at the 2 per cent inflation target.

Canadian Financial Conditions

Financial conditions in Canada have provided ongoing support to the economic recovery.

Financial conditions in Canada have been favourable in recent months, providing ongoing support to the economic recovery. With ample liquidity in money markets, funding costs for Canadian banks have remained very low. The effective borrowing costs for Canadian households have also stayed at an exceptionally low level, despite some increase in mortgage rates **(Chart 14** and **Table 2)**. In that context, both mortgage and consumer credit have continued to grow at an even faster pace than expected **(Chart 15)**, fuelling personal expenditures and residential investment.

Chart 14: Borrowing costs for households and businesses remain at exceptionally low levels
Weekly data



Note: For more information on these series, see <http://credit.bankofcanada.ca/financialconditions>.
Source: Bank of Canada calculations
Last observation: 16 April 2010

Table 2: Borrowing costs for households and businesses

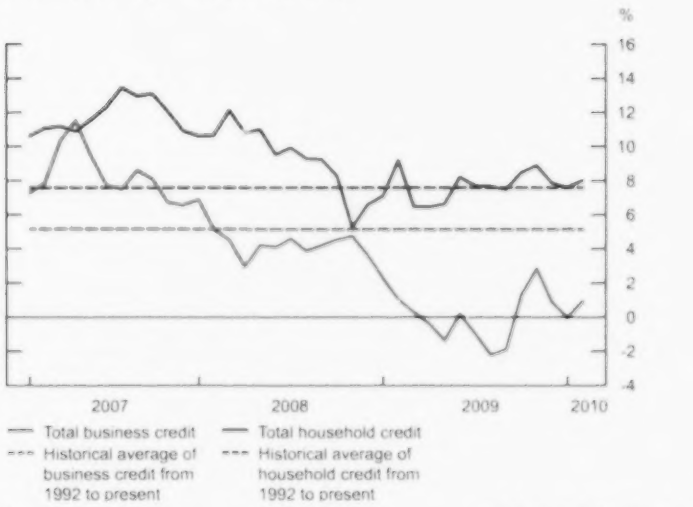
Per cent

Date	Overnight rate	Prime rate	Estimated effective variable mortgage rate	Posted 5-year mortgage rate	3-month bankers' acceptances rate	Long-term corporate bond rate
31 July 2007	4.50	6.25	5.35	7.24	4.75	5.42
18 October 2007	4.50	6.25	5.65	7.43	4.85	5.41
24 January 2008	4.00	5.75	5.25	7.39	4.06	5.30
24 April 2008	3.00	4.75	4.15	6.99	3.23	5.32
17 July 2008	3.00	4.75	4.20	7.09	3.29	5.48
23 October 2008	2.25	4.00	5.00	7.20	2.68	5.99
22 January 2009	1.00	3.00	3.80	5.90	1.06	5.90
23 April 2009	0.25	2.25	3.00	5.25	0.46	5.32
23 July 2009	0.25	2.25	2.65	5.85	0.44	4.54
22 October 2009	0.25	2.25	2.25	5.80	0.43	4.06
21 January 2010	0.25	2.25	2.05	5.47	0.44	3.72
16 April 2010	0.25	2.25	1.75	6.10	0.57	4.20

Sources: Long-term corporate bond rate, Bloomberg; all other series, Bank of Canada

Chart 15: Household credit continues to grow at a robust pace, while business credit has been weak

3-month percentage change (at annual rates)



Source: Bank of Canada

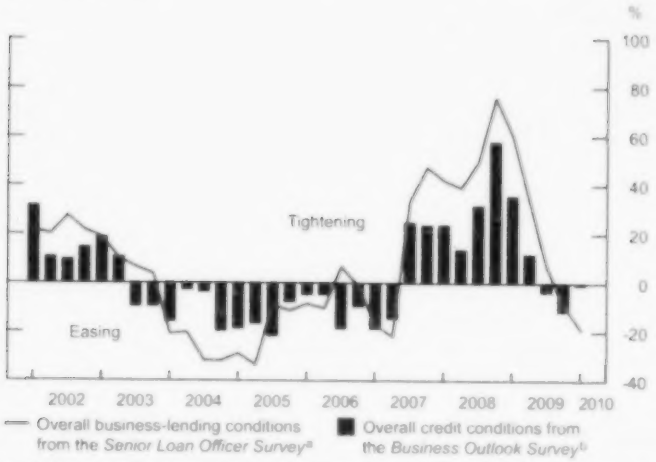
Last observation: February 2010

The Bank's latest surveys suggest further easing in lending conditions for large firms.

Effective borrowing costs for Canadian businesses have also remained very low. For the first quarter of 2010, the Bank's latest *Senior Loan Officer Survey* (http://www.bankofcanada.ca/en/slos/pdf/slos2010Q1.pdf) **(Chart 16)** suggests further easing in lending conditions for small businesses and commercial borrowers, following several consecutive quarters of tightening. A similar picture emerges from the *Business Outlook Survey*, with large firms continuing to report an easing, and small and medium-sized firms indicating that credit conditions had, on balance, tightened.

Chart 16: Results from the *Senior Loan Officer Survey* suggest that lending conditions for Canadian non-financial firms eased in 2010Q1

Balance of opinion



a. Weighted percentage of surveyed financial institutions reporting tightened credit conditions minus the weighted percentage reporting eased credit conditions
b. Percentage of firms reporting tightened credit conditions minus percentage reporting eased credit conditions

Source: Bank of Canada

Last observation: 2010Q1

Consistent with the experience of the economic cycle in the early 1990s, growth in total business credit has remained weak in recent months, despite the emerging recovery in overall real GDP.

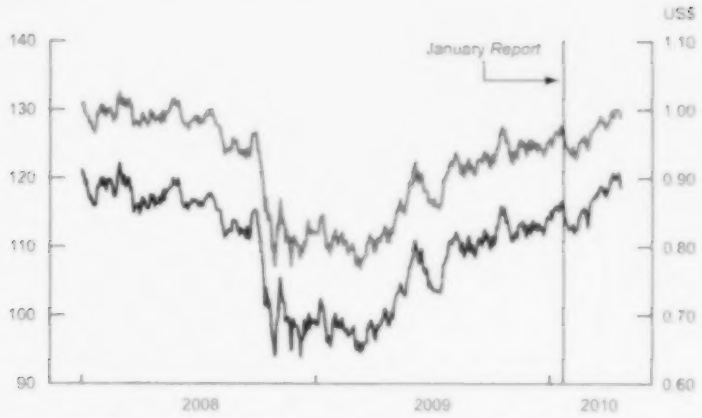
As has been the case since the beginning of the economic downturn, narrow monetary aggregates have continued to grow rapidly. This reflects both the desire of households and firms to maintain liquid assets until the recovery is well entrenched, and the limited incentive that low interest rates provide for longer-term investments. In January and February, the average rate of increase, on a year-over-year basis, in the narrow monetary aggregate M1+ (at about 15 per cent) was well above historical experience, while that of the broader aggregate M2++ (at less than 6 per cent) was slightly below the past trend. Growth in narrow money balances is expected to decline over time as the economy recovers.

Exchange Rate

The Canadian dollar has appreciated since the January *Report* and has recently averaged about 99 cents U.S., roughly 3 per cent higher than the value of 96 cents U.S. assumed in the January *Report* **(Chart 17)**.

Chart 17: The Canadian dollar has appreciated since the January *Report*

Daily data



Note: A rise in the index indicates an appreciation of the Canadian dollar.

Source: Bank of Canada

Last observation: 16 April 2010

Outlook for the Canadian Economy

The Bank's base-case projection incorporates the following key assumptions: a Canada/U.S. exchange rate averaging 99 cents U.S.; energy prices in line with recent futures prices; prices for non-energy commodities increasing progressively as the global economy recovers; and global credit conditions continuing to gradually improve.

Aggregate Demand and Supply

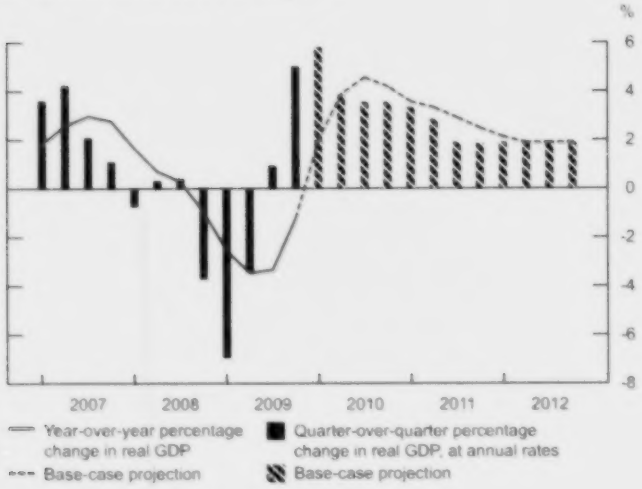
The economy is projected to grow by 3.7 per cent in 2010, 3.1 per cent in 2011, and 1.9 per cent in 2012.

The profile for growth in the Canadian economy is more front-loaded than that presented in the January *Report*. Following much stronger than expected growth in real GDP in the fourth quarter of 2009 and the first quarter of 2010, the Bank now projects that growth will revert more quickly to trend **(Chart 18)**. This slower pace of growth between the second quarter of 2010 and the end of 2011 reflects the Bank's assessment that policy stimulus measures resulted in considerably more expenditures being brought forward in late 2009 and early 2010 than expected, a somewhat weaker outlook for U.S. economic growth starting in the second half of 2010, and the higher assumed level for the Canadian dollar. On an average annual basis, GDP is now projected to grow by 3.7 per cent in 2010 before slowing gradually to 3.1 per cent in 2011 and 1.9 per cent in 2012 **(Table 3)**. The economy is now expected to return to full capacity in the second quarter of 2011, one quarter earlier than projected in January.

This year should mark the turning point when private sector demand takes over from the public sector as the primary source of growth.

This year should mark the turning point when private sector demand takes over from the public sector as the primary source of growth. By 2011, the private sector should be the sole contributor to the growth of domestic demand in Canada. In this regard, the Bank's estimates of the contribution of government spending to real GDP growth suggest that it peaked at about 2 percentage points in the second half of 2009 and will gradually decline, turning negative in the second half of 2011.

Chart 18: Real GDP growth is expected to moderate from its rapid pace in 2009Q4 and 2010Q1



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada projections

Although some slowing is anticipated from the rapid pace registered early in the year, consumer spending is expected to grow robustly throughout the projection horizon, aided by an accommodative monetary policy, gains in employment and labour income, and improved consumer confidence. However, the recent increase in household indebtedness and prospective increases in the debt-service ratio should dampen household spending in the coming years.

Investment in housing is projected to weaken markedly through the remainder of 2010 and well into 2011.

Investment in housing is projected to weaken markedly through the remainder of 2010 and well into 2011. This reflects the significant amount of activity that was pulled forward in late 2009 and early 2010 by exceptionally low mortgage rates and the recently expired home renovation tax credit, together with the tightening of mortgage affordability.

Table 3: Contributions to average annual real GDP growth

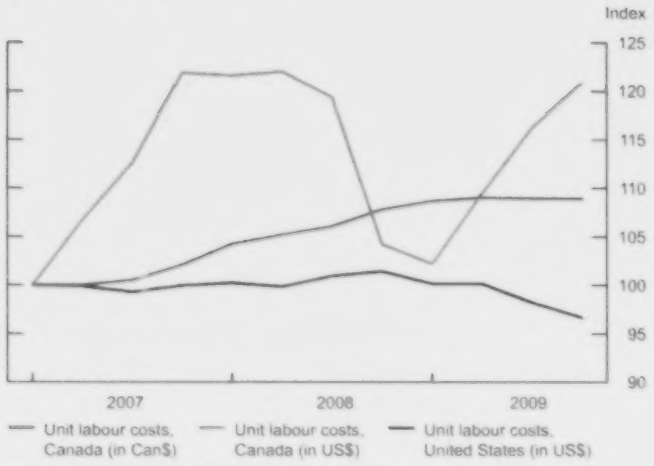
Percentage points[a]

	2009	2010	2011	2012
Consumption	0.1 *(0.1)*	1.9 *(1.7)*	1.7 *(1.8)*	1.5
Housing	0.5 *(0.5)*	0.6 *(0.3)*	0.1 *(0.0)*	0.1
Government	1.1 *(1.0)*	1.3 *(1.3)*	0.2 *(0.3)*	0.5
Business fixed investment	2.2 *(1.9)*	0.2 *(0.1)*	0.8 *(0.8)*	0.8
Subtotal: Final domestic demand	1.5 *(1.3)*	4.0 *(3.4)*	2.2 *(2.3)*	1.9
Exports	4.5 *(4.4)*	2.1 *(1.9)*	1.8 *(2.1)*	1.4
Imports	4.3 *(4.4)*	2.9 *(3.1)*	1.6 *(1.8)*	1.5
Subtotal: Net exports	0.2 *(0.0)*	0.8 *(1.2)*	0.2 *(0.3)*	0.1
Inventories	0.9 *(1.2)*	0.5 *(0.7)*	0.7 *(0.9)*	0.1
GDP	**-2.6** *(-2.5)*	**3.7** *(2.9)*	**3.1** *(3.5)*	**1.9**
Memo items:				
Potential output	1.2 *(1.2)*	1.5 *(1.5)*	1.9 *(1.9)*	1.9 *(1.9)*[b]
Real gross domestic income (GDI)	5.8 *(5.9)*	5.6 *(4.2)*	3.7 *(4.6)*	2.4

a. Figures in parentheses are from the base-case projection in the January *Monetary Policy Report*.
b. This assumption is from the October 2009 *Monetary Policy Report*.

Chart 19: The more rapid rise in unit labour costs and the appreciation of the Canadian dollar have reduced our competitive position vis-à-vis the United States

Unit labour costs
Index: 2007Q1 = 100, quarterly data



Sources: U.S. Bureau of Labor Statistics, Statistics Canada, and Bank of Canada calculations

Last observation: 2009Q4

The gradual recovery in business investment that started at the beginning of 2010 is expected to intensify over the projection horizon, driven by improved economic prospects and the need to increase productivity in a more competitive international environment. The Bank's outlook for investment spending in 2010 is consistent with the results reported in its spring *Business Outlook Survey* and Statistics Canada's *2010 Beginning-of-Year Survey of Private and Public Investment Intentions*. With respect to business inventories, the adjustment required to return the stock-to-sales ratio to a more sustainable level appears to be largely completed, which should provide support to real GDP growth over the projection horizon.

The recovery in business investment is expected to intensify, driven by improved economic prospects and the need to increase productivity.

Exports are projected to rise over the projection horizon, in response to growing external demand and higher world commodity prices. The persistent strength of the Canadian dollar and rising unit labour costs will, however, dampen the expansion **(Chart 19)**. Export growth in 2011 is projected to be somewhat weaker than assumed in January, owing to more subdued prospects for U.S. economic activity and the higher value assumed for the Canadian dollar. Import volumes are also projected to grow at a somewhat slower pace over the projection horizon, reflecting the revised outlook for growth in domestic demand and exports.

The Projection for Inflation

With the higher amount of expenditures brought forward resulting in somewhat smaller excess supply, as well as a more gradual deceleration in wages than previously anticipated, inflationary pressures are slightly more pronounced than expected in January.

Inflationary pressures are slightly more pronounced than expected in January.

The Bank's base-case projection for inflation now incorporates estimates for the effect of the sales tax harmonization in Ontario and British Columbia. Effective 1 July 2010, both provinces will harmonize their provincial sales tax with the federal goods and services tax. As a result, a broader range of goods and services will be taxed in Ontario and British Columbia. According to the Bank's calculations, the direct impact will be a temporary rise of

Table 4: Summary of the base-case projection for Canada[a]

	2009	2010				2011				2012			
	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Real GDP (quarter-over-quarter percentage change)	5.0 *(3.3)*	5.8 *(3.5)*	3.8 *(4.3)*	3.5 *(4.0)*	3.5 *(3.8)*	3.3 *(3.8)*	2.8 *(3.3)*	1.9 *(2.8)*	1.9 *(2.2)*	1.9	1.9	1.9	1.9
Real GDP (year-over-year percentage change)	-1.2 *(-1.5)*	2.0 *(1.0)*	3.9 *(2.9)*	4.5 *(3.8)*	4.2 *(3.9)*	3.6 *(4.0)*	3.3 *(3.7)*	2.9 *(3.4)*	2.5 *(3.0)*	2.1	1.9	1.9	1.9
Core inflation (year-over-year percentage change)	1.6 *(1.6)*	2.0 *(1.6)*	1.9 *(1.7)*	1.8 *(1.7)*	1.8 *(1.8)*	1.7 *(1.8)*	1.7 *(1.9)*	1.9 *(2.0)*	2.0 *(2.0)*	2.0	2.0	2.0	2.0
Total CPI[b] (year-over-year percentage change)	0.8	1.7	1.7	2.4	2.4	2.4	2.3	1.9	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
Total CPI excluding the effect of the HST (year-over-year percentage change)	0.8 *(0.9)*	1.7 *(1.6)*	1.7 *(1.8)*	2.0 *(1.8)*	2.1 *(1.9)*	2.1 *(1.9)*	2.0 *(1.9)*	2.0 *(2.0)*	2.0 *(2.0)*	2.0	2.0	2.0	2.0
WTI[c] (level)	76 *(76)*	79 *(81)*	86 *(83)*	88 *(84)*	89 *(86)*	89 *(87)*	90 *(88)*	90 *(88)*	90 *(89)*	91	91	91	91

a. Figures in parentheses are from the base-case projection in the January *Monetary Policy Report*.
b. The total CPI projection presented here includes the effect of the HST, while the projection presented in the January *Report* did not.
c. Assumptions for the price of West Texas Intermediate crude oil (US$ per barrel), based on an average of futures contracts over the two weeks ending 16 April 2010.

0.6 percentage points in the year-over-year rate of increase of total CPI between July 2010 and June 2011.[2] As part of the shift to the harmonized sales tax (HST), most taxes currently paid on business inputs will be refunded through tax credits. This reduction in production costs should have some offsetting effect on consumer prices over time. The extent and the timing of this effect are particularly difficult to assess. The Bank's base-case projection assumes that these cost savings will be transmitted gradually during the second half of the year, eventually reducing core and total CPI by a cumulative 0.3 percentage points. As has been the case with previous changes in indirect taxes, for the purposes of monetary policy, the Bank will look through the first-round effect of the tax harmonization on prices.

Inflation is expected to be close to 2 per cent throughout the projection period.

Core inflation is expected to ease slightly in 2010 as the effect of temporary factors dissipates and tax refunds to businesses (resulting from the introduction of the HST) are passed through to consumers **(Table 4)**.[3] With inflation expectations well anchored, core inflation is expected to remain near 2 per cent throughout the projection period. The effect of the recent slowing in wage growth, together with improvements in labour productivity, is offset by the gradual absorption of excess supply **(Chart 20)**.

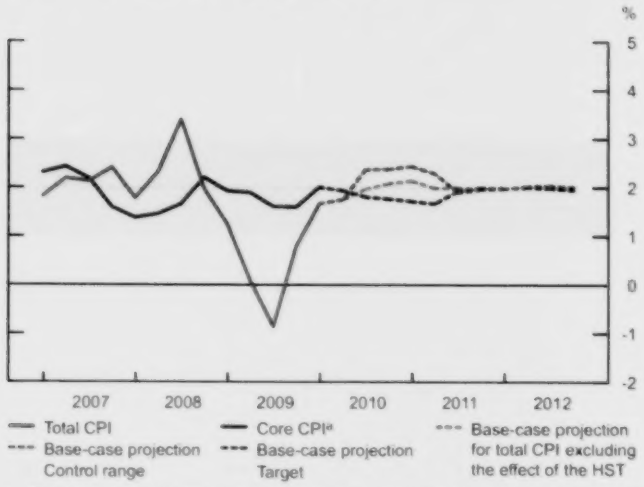
Total CPI inflation, excluding the effect of the HST, is expected to be slightly higher over the coming year than was projected in the January *Report*. With base-year effects for energy components, notably natural gas, dropping out of the data, this measure of inflation is expected to return to 2 per cent in mid-2010. Total CPI inflation, including the effect of the HST, is expected to be slightly higher than 2 per cent over the coming year, before returning to the target in the second half of 2011.

2 This estimate assumes that the proportion of the consumer basket affected by the tax increase is about 15 per cent. Ontario and British Columbia account for 41 and 14 per cent, respectively, of the share of total Canadian household spending on goods and services.

3 This is because while core inflation excludes the effect of changes in indirect taxes paid by the consumer, it does not exclude the effect of taxes paid on business inputs.

Chart 20: Total CPI and core inflation in Canada are projected to remain close to the 2 per cent target over the projection horizon

Year-over-year percentage change, quarterly data



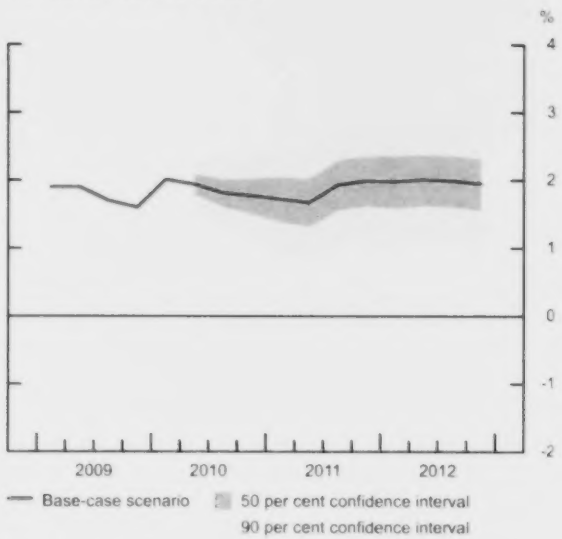
a. CPI excluding eight of the most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

Sources: Statistics Canada and Bank of Canada projections

The uncertainty surrounding the Bank's inflation projection is illustrated using fan charts. **Chart 21** and **Chart 22** depict the 50 per cent and 90 per cent confidence bands for year-over-year core inflation and total CPI inflation from the second quarter of 2010 to the end of 2012.[4]

Chart 21: Projection for core CPI inflation

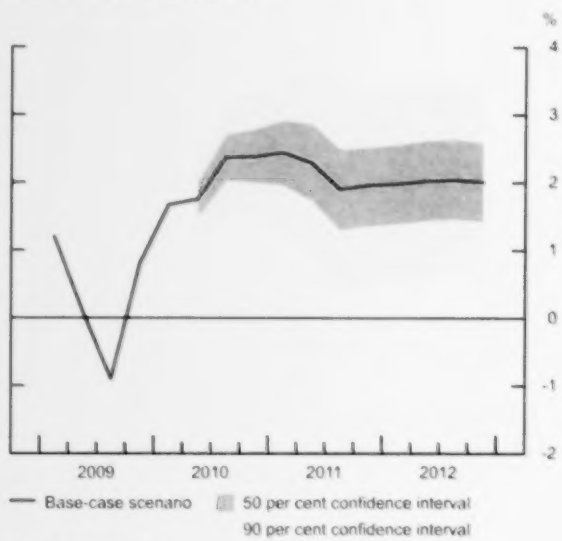
Year-over-year percentage change



Source: Bank of Canada

Chart 22: Projection for total CPI inflation

Year-over-year percentage change



Source: Bank of Canada

4 Technical details on the construction of the fan charts are available at <http://www.bankofcanada.ca/en/mpr/pdf/backgrounder_fancharts.pdf>.

Policy Response

In response to the sharp, synchronous global recession, the Bank lowered its target rate rapidly over the course of 2008 and early 2009 to its lowest possible level. With its conditional commitment introduced in April 2009, the Bank also provided exceptional guidance on the likely path of its target rate. This unconventional policy provided considerable additional stimulus during a period of very weak economic conditions and major downside risks to the global and Canadian economies. With recent improvements in the economic outlook **(Technical Box 1)**, the need for such extraordinary policy is now passing, and it is appropriate to begin to lessen the degree of monetary stimulus.

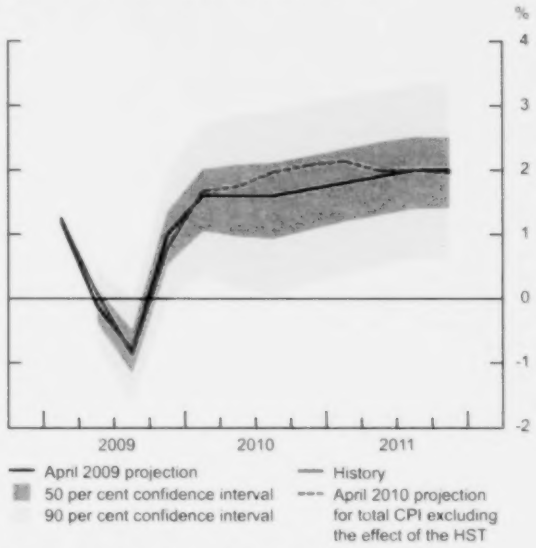
On 20 April, the Bank maintained its target for the overnight rate at 1/4 per cent and removed its conditional commitment. The extent and timing of any additional withdrawal of monetary stimulus will depend on the outlook for economic activity and inflation, and will be consistent with achieving the 2 per cent inflation target.

Technical Box 1

The Current Economic Outlook Is Firmer than Envisaged in April 2009

Chart A: Through 2010Q1, total CPI inflation has evolved in line with the April 2009 projection . . .

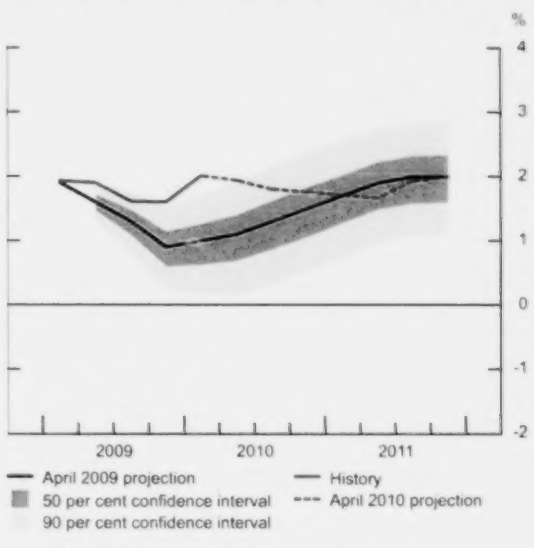
Year-over-year percentage change, quarterly data, CPI



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada projections

Chart B: . . . however, core inflation has been significantly higher than projected a year ago

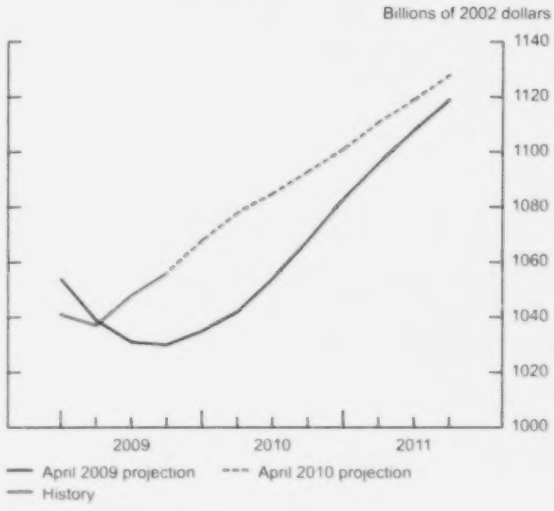
Year-over-year percentage change, quarterly data, core CPI



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada projections

Chart C: Private domestic spending has been more robust than projected

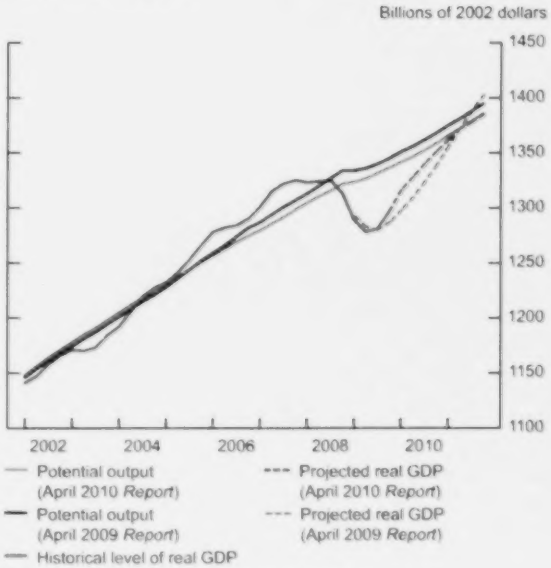
Real private domestic demand, quarterly data



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada projections

Chart D: The level of real GDP has been higher and excess supply more modest than projected

Real GDP, quarterly data



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada projections

Risks to the Outlook

Despite the firming of the global and Canadian recoveries, there are still considerable risks around the Bank's outlook.

The main upside risks to inflation are that domestic and international developments will generate more demand for Canadian goods and services than is currently anticipated. Domestically, while private consumption and residential investment have recently grown at an even faster pace than anticipated, the Bank expects a deceleration in the growth of private consumption to a more sustainable rate, as well as a marked weakening in housing activity. However, it is possible that the momentum in domestic demand could be greater than currently expected, owing to buoyant household confidence and easy financing conditions. Internationally, a faster-than-expected global recovery could create additional inflationary pressures by stimulating external demand for Canadian exports and improving the terms of trade.

There are two main downside risks to inflation. First, the global economic recovery could be more protracted than currently projected. The Bank expects that private sector demand will be sufficiently strong once fiscal stimulus measures are unwound. There is a risk, however, that self-sustaining growth in private demand will take longer to materialize than currently expected and will falter as policy stimulus is withdrawn. There is also a risk that sovereign credit concerns could intensify, leading to higher borrowing costs and a more rapid tightening of fiscal policy in some countries. Either of these factors would restrain global private demand relative to the Bank's base-case projection. Second, there is a risk that the combination of the persistent strength of the Canadian dollar and Canada's poor relative productivity performance could exert a larger-than-expected drag on growth and put additional downward pressure on inflation.

While risks to the inflation outlook remain elevated, the Bank judges that they are roughly balanced over the projection horizon.

Over the medium term, global macroeconomic imbalances continue to pose significant risks to the outlook. These imbalances narrowed during the recession, as U.S. households curtailed their spending, while domestic demand in Asian emerging-market economies has been boosted by aggressive policy measures. Sustained improvement over the medium term will require fiscal consolidation in the United States and several other advanced countries, together with policy-induced growth in domestic demand and real exchange rate adjustments for surplus countries. In the absence of these conditions, large imbalances may re-emerge, with the attendant risk of disorderly adjustment.

BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

CÉLÉBRONS 75 ANS
CELEBRATING 75 YEARS

Rapport sur la politique monétaire

Avril 2010

www.banqueducanada.ca

LA STRATÉGIE DE MAÎTRISE DE L'INFLATION AU CANADA*

La maîtrise de l'inflation et l'économie

- La maîtrise de l'inflation n'est pas une fin en soi; c'est le moyen par lequel la politique monétaire contribue au dynamisme de l'économie.
- Un taux d'inflation bas, stable et prévisible favorise un fonctionnement plus efficace de l'économie, ce qui aide à améliorer la croissance de l'activité au fil du temps et à atténuer les variations cycliques de la production et de l'emploi.

L'outil de la politique monétaire

- Des annonces portant sur l'outil de la politique monétaire de la Banque, à savoir le taux cible du financement à un jour, sont effectuées, à moins de circonstances exceptionnelles, à huit dates préétablies pendant l'année.
- En fixant une cible pour le taux du financement à un jour, la Banque du Canada exerce une influence sur les taux d'intérêt à court terme pour imprimer à la masse monétaire un rythme d'expansion compatible avec la cible de maîtrise de l'inflation. Le mécanisme de transmission est complexe et comporte des décalages dont la durée est à la fois longue et variable; l'incidence qu'a une modification des taux directeurs sur l'inflation se fait sentir généralement sur une période de six à huit trimestres.

Les cibles

- En février 1991, le gouvernement fédéral et la Banque du Canada se sont entendus sur l'établissement d'une série de cibles en vue de ramener le taux d'augmentation de l'IPC global au milieu d'une fourchette de 1 à 3 % pour la fin de 1995. La cible d'inflation a été reconduite à quelques reprises depuis. En novembre 2006, elle a été renouvelée pour une période de cinq ans, soit jusqu'à la fin de 2011. Selon les termes de la nouvelle entente, la Banque continuera de mener la politique monétaire de façon à maintenir l'inflation mesurée par l'IPC global à 2 %, soit au milieu d'une fourchette de maîtrise de l'inflation allant de 1 à 3 %.

Le suivi de l'inflation

- Une bonne part des variations que connaît l'IPC à court terme est attribuable aux fluctuations passagères des prix de composantes volatiles, comme les fruits et l'essence, et aux modifications des impôts indirects. C'est pourquoi la Banque utilise, comme indicateur de la tendance fondamentale de l'inflation, un indice de référence qui exclut huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes.

* Voir la « Déclaration commune du gouvernement du Canada et de la Banque du Canada concernant la reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation » ainsi que la note d'information publiée à ce sujet. Ces documents sont reproduits aux pages 47 à 62 de la livraison de l'hiver 2006-2007 de la *Revue de la Banque du Canada*.

Banque du Canada
234, rue Wellington
Ottawa (Ontario) K1A 0G9

ISSN 1201-8783 (version papier)
ISSN 1490-1242 (Internet)
Imprimé au Canada sur papier recyclé

BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

CÉLÉBRONS 75 ANS
CELEBRATING 75 YEARS

Rapport sur la politique monétaire

Avril 2010

Le présent rapport émane du Conseil de direction de la Banque du Canada, composé de Mark Carney, Pierre Duguay, John Murray, Timothy Lane et Jean Boivin.

La détermination de la Banque à maintenir la stabilité des prix est inébranlable. La contribution la plus directe que la politique monétaire puisse apporter à la bonne tenue de l'économie consiste à donner aux Canadiens l'assurance que leur monnaie conservera son pouvoir d'achat.

Mark Carney

Gouverneur, Banque du Canada
24 mars 2010
Ottawa (Ontario)

Table des matières

1 Vue d'ensemble

3 L'économie mondiale

3 L'évolution récente

5 L'évolution des marchés financiers mondiaux

7 Les perspectives d'évolution de l'économie mondiale

11 L'économie canadienne

11 L'évolution récente

11 L'offre et la demande globales

13 L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie

15 L'inflation et la cible de 2 %

17 Les conditions financières au Canada

19 Le taux de change

20 Les perspectives d'évolution de l'économie canadienne

20 L'offre et la demande globales

22 La projection en matière d'inflation

26 Les mesures d'intervention

29 Les risques entourant les perspectives

Note technique

27 Les perspectives économiques actuelles sont plus positives qu'on ne l'envisageait en avril 2009

Vue d'ensemble

La croissance économique mondiale a été un peu plus forte que prévu, l'activité s'accélérant de façon notable dans les économies de marché émergentes. Les mesures exceptionnelles de relance monétaire et budgétaire continuent de procurer un soutien important dans bon nombre de pays. On s'attend toujours à ce que la reprise soit relativement modeste au sein des grandes économies avancées, compte tenu de l'assainissement des bilans en cours et du retrait graduel des stimulants budgétaires qui débutera plus tard cette année.

Au Canada, la reprise économique se révèle un peu plus rapide que la Banque ne l'entrevoyait en janvier et le profil de croissance montre une expansion plus prononcée dans sa phase initiale. La Banque estime maintenant que le rythme de progression de l'économie atteindra 3,7 % en 2010 avant de ralentir et de s'établir à 3,1 % en 2011 et à 1,9 % en 2012.

Ce profil reflète la croissance plus forte à court terme à l'échelle mondiale, le fort dynamisme du marché de l'habitation au Canada et l'opinion de la Banque selon laquelle les mesures de relance ont donné lieu à un devancement à la fin de 2009 et au début de 2010 d'un plus grand volume de dépenses que prévu. Parallèlement, la vigueur persistante du dollar canadien, la piètre tenue du pays au chapitre de la productivité relative et le bas niveau de la demande américaine, en chiffres absolus, continueront de freiner considérablement l'activité économique au Canada. La Banque s'attend à ce que l'économie retourne à son plein potentiel au deuxième trimestre de 2011.

Les perspectives de l'inflation reflètent les influences conjuguées de la demande intérieure plus robuste, du ralentissement de la progression des salaires et de l'offre excédentaire au sein de l'économie. L'inflation mesurée par l'indice de référence, qui est légèrement supérieure aux prévisions de janvier, devrait reculer quelque peu au deuxième trimestre de 2010, à mesure que l'effet des facteurs temporaires se dissipera, et continuer à avoisiner 2 % jusqu'à la fin de la période de projection. L'inflation mesurée par l'IPC global devrait se situer légèrement au-dessus de 2 % au cours de la prochaine année, avant de regagner la cible au second semestre de 2011.

Malgré le raffermissement de la reprise à l'échelle du globe et au Canada, des risques considérables pèsent sur les prévisions de la Banque.

Les principaux risques à la hausse concernant l'inflation ont trait au fait que, sous l'influence de facteurs nationaux et internationaux, la demande de biens et services canadiens pourrait être plus forte qu'on ne l'entrevoit actuellement. Il se pourrait que l'élan des dépenses des ménages et de l'investissement résidentiel dépasse les attentes actuelles. Sur la scène mondiale, une reprise plus rapide qu'escompté pourrait stimuler la demande d'exportations canadiennes et améliorer les termes de l'échange.

Le présent rapport se fonde sur l'information reçue à la date d'annonce préétablie du 20 avril 2010.

Deux principaux risques à la baisse entourent l'inflation. Premièrement, la reprise économique mondiale pourrait être plus lente que projeté en ce moment. Deuxièmement, la vigueur persistante du dollar canadien, conjuguée au piètre bilan du pays au chapitre de la productivité relative, pourrait brider la croissance d'une façon plus marquée que prévu et ajouter aux pressions à la baisse sur l'inflation.

Quoique les risques entourant les perspectives en matière d'inflation demeurent élevés, la Banque est d'avis qu'ils sont relativement équilibrés au cours de la période de projection. À moyen terme, les déséquilibres macroéconomiques mondiaux continuent de présenter des risques importants pour les perspectives.

En réaction à la récession prononcée et synchronisée à l'échelle du globe, la Banque a abaissé rapidement le taux cible du financement à un jour en 2008 et au début de 2009 pour l'établir au plus bas niveau possible. Grâce à l'engagement conditionnel qu'elle a pris en avril 2009, elle a aussi donné des indications extraordinaires quant à la trajectoire probable du taux directeur. Cette politique non traditionnelle a fourni une impulsion additionnelle considérable pendant une période marquée par une conjoncture économique très défavorable et des risques importants à la baisse pesant sur l'économie mondiale et l'économie canadienne. À la faveur de l'amélioration récente des perspectives économiques, ces politiques exceptionnelles deviennent moins nécessaires et il convient de commencer à atténuer la détente monétaire en place.

Le 20 avril 2010, la Banque a maintenu le taux cible du financement à un jour à 1/4 % et a mis fin à son engagement conditionnel. L'ampleur de tout nouveau resserrement de la politique monétaire et le moment où la Banque y procédera seront fonction des prévisions concernant l'activité économique et l'inflation et seront compatibles avec la réalisation de la cible d'inflation de 2 %.

L'économie mondiale

L'évolution récente

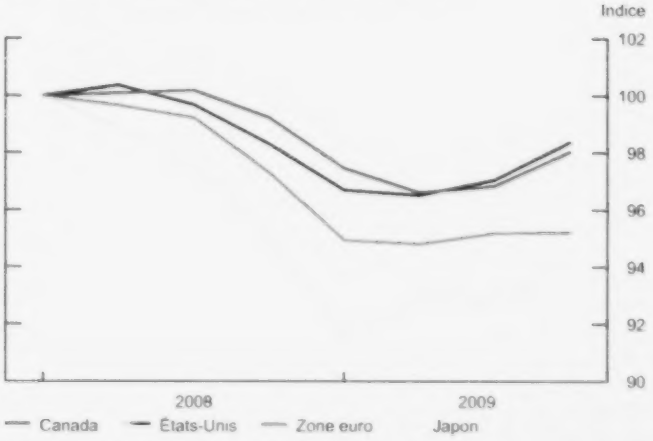
L'évolution de l'économie mondiale est largement conforme aux attentes, de nombreux pays à marché émergent enregistrant une croissance robuste, et la plupart des économies avancées, une reprise modérée **(Graphique 1)**. Même si l'expansion a été un peu plus vigoureuse que prévu et que les conditions financières se sont généralement améliorées à l'échelle du globe, les mesures exceptionnelles de relance monétaire et budgétaire continuent de procurer un soutien important dans bon nombre de pays. On s'attend toujours à ce que la reprise soit modérée au sein des économies avancées, étant donné que la demande du secteur privé demeure faible dans la plupart d'entre elles et que les autorités commenceront à mettre un terme à leurs programmes de relance budgétaire plus tard cette année.

L'économie mondiale a été un peu plus vigoureuse que prévu et les conditions financières se sont généralement améliorées.

Les mesures exceptionnelles de relance monétaire et budgétaire continuent de procurer un soutien important dans bon nombre de pays.

Graphique 1 : Les grandes économies sont en train de se redresser...

PIB réel, base 100 de l'indice = 2008T1, données trimestrielles



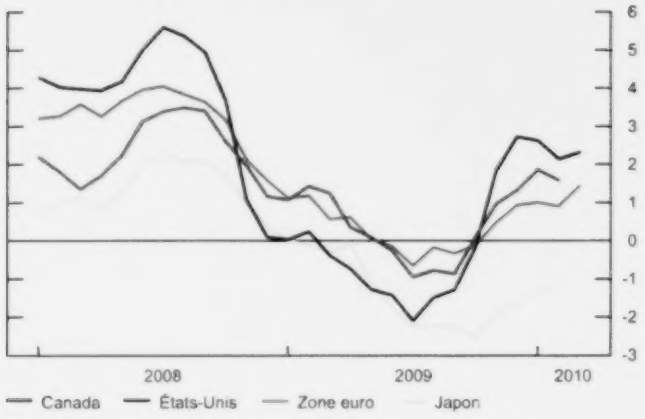
Sources : Statistique Canada, Bureau of Economic Analysis des États-Unis, Eurostat et Bureau de statistique du Japon

Dernière observation : 2009T4

Compte tenu de l'existence d'écarts de production considérables, les pressions inflationnistes sous-jacentes sont limitées dans les grandes économies avancées **(Graphique 2)**. Les taux de chômage semblent se stabiliser et, dans certains cas, ont amorcé un recul. Toutefois, la lenteur de la reprise, conjuguée à la restructuration économique en profondeur dans beaucoup de secteurs, fait craindre que la crise ait des effets persistants sur la progression de la productivité et le chômage à long terme.

Graphique 2 : ... tandis que l'inflation demeure limitée

Taux de variation en glissement annuel de l'IPC global, données mensuelles



Sources : Statistique Canada, Bureau of Labor Statistics des États-Unis, Eurostat et Bureau de statistique du Japon Dernières observations : février et mars 2010

À 5,6 %, la croissance du PIB américain au quatrième trimestre de 2009 a été plus vive qu'escompté.

À 5,6 %, la croissance du PIB américain au quatrième trimestre de 2009 a été plus vive qu'escompté, grâce à la contribution plus importante des stocks et à un redressement supérieur aux prévisions des investissements en équipement et en logiciels. La consommation a augmenté de seulement 1,6 % et a reposé largement sur les transferts publics. De fait, n'eussent été les transferts nets de l'État, le revenu disponible des ménages aurait accusé une baisse ces deux dernières années. Les chiffres de l'emploi les plus récents aux États-Unis donnent à penser que la période de pertes d'emplois massives tire à sa fin, ce qui devrait soutenir les dépenses privées au cours des prochains trimestres. La croissance du PIB, qui devrait se situer à 2,9 % au premier trimestre, découle principalement de la progression de la consommation et de l'accroissement des stocks, alors que l'investissement dans la construction, résidentielle et commerciale, semble avoir baissé.

L'activité économique a fléchi dans la zone euro au quatrième trimestre en raison d'une brusque chute des stocks et de conditions climatiques défavorables. Même si la demande intérieure privée demeure anémique, les dépenses publiques et le redressement des exportations ont fourni un soutien considérable. La hausse de la production industrielle et des indices des directeurs des achats laisse entrevoir une croissance positive mais faible dans la région au premier trimestre.

Au Japon, l'accroissement de 3,8 % du PIB au quatrième trimestre est essentiellement attribuable aux exportations nettes. Le taux de chômage a atteint un sommet dans ce pays l'an dernier, puis s'est légèrement replié. Alors que les mesures d'incitation à l'achat prises par le gouvernement stimulent toujours la consommation de biens durables, les signes d'une relance modeste dans le secteur des services se multiplient.

L'économie chinoise a progressé à un taux supérieur aux pronostics au premier trimestre de 2010 et a été alimentée tant par la demande intérieure que la demande extérieure.

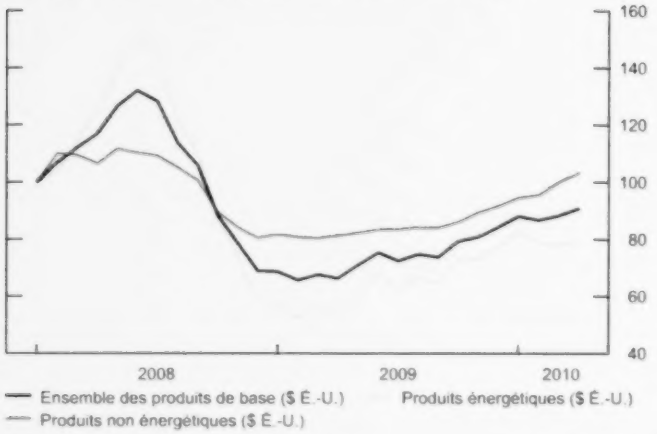
L'économie chinoise a progressé à un taux annualisé, supérieur aux pronostics, de 11,9 % au premier trimestre de 2010 et a été alimentée tant par la demande intérieure que la demande extérieure. La remontée des exportations a été plus forte qu'on ne s'y attendait, grâce surtout à la vigueur de la demande des pays de l'Association des Nations d'Asie du Sud-Est. Les prix des logements en Chine ont aussi vivement augmenté ces derniers mois, et l'inflation mesurée par l'IPC s'est inscrite en hausse, ce qui a fait craindre l'émergence de pressions inflationnistes sous-jacentes et incité les autorités

à majorer les taux des prêts hypothécaires, à exiger des mises de fonds plus importantes pour l'achat de logements et à relever le niveau des réserves obligatoires des banques.

L'indice des prix des produits de base de la Banque du Canada a progressé quelque peu par rapport au niveau auquel il s'établissait en janvier dernier, un accroissement des prix du pétrole et des produits non énergétiques, provoqué par un raffermissement de la demande mondiale, ayant été contrebalancé en grande partie par une diminution marquée des cours du gaz naturel **(Graphique 3)**. L'augmentation des prix des produits non énergétiques découle principalement d'un renchérissement des métaux communs et d'une hausse des prix du bois d'œuvre associée aux faibles niveaux des stocks. Le repli des prix du gaz naturel tient à des effets saisonniers (le début des températures plus douces) et à l'atonie continue de la demande industrielle aux États-Unis.

Graphique 3 : Les prix des produits de base ont augmenté avec la reprise

Indice des prix des produits de base de la Banque du Canada
(nouvelle base 100 de l'indice = janvier 2008), données mensuelles



Source : Banque du Canada — Dernière observation : mars 2010

L'évolution des marchés financiers mondiaux

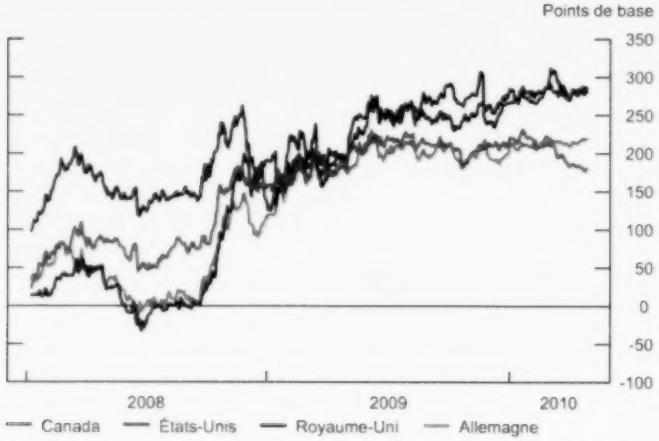
Les conditions au sein des marchés financiers internationaux sont restées favorables, mais ce climat positif dans l'ensemble a été assombri par une attention accrue accordée au risque souverain.

Les conditions au sein des marchés financiers internationaux sont restées favorables, les taux d'intérêt à long terme demeurant bas pour un large éventail d'émetteurs, et les écarts, étroits dans les marchés du financement bancaire. L'émission d'obligations de sociétés a été soutenue et les marchés boursiers ont atteint de nouveaux sommets dans de nombreux pays, en réaction à des indicateurs économiques supérieurs aux prévisions et à la vigueur persistante des bénéfices des sociétés. Ce climat positif dans l'ensemble a toutefois été assombri par une intensification des préoccupations entourant la situation budgétaire de certains pays, particulièrement en Europe. L'attention accrue accordée au risque souverain et l'incertitude grandissante concernant la viabilité des finances publiques ont favorisé une hausse du rendement des obligations d'État beaucoup plus notable dans les pays touchés, mais n'ont pas donné lieu à une contagion plus généralisée entre les marchés.

Les marchés des obligations d'État reflètent également les conditions économiques divergentes entre divers pays **(Graphique 4)**. Sous l'effet notamment de l'amélioration attendue des perspectives de croissance, le rendement des

Graphique 4 : Les marchés des obligations d'État reflètent des conditions économiques divergentes

Écarts de rendement entre les obligations d'État à 10 et à 2 ans



Source : Bloomberg

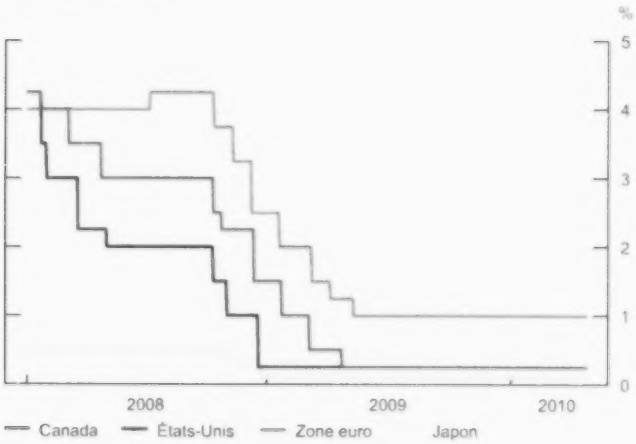
Dernière observation : 16 avril 2010

obligations d'État a augmenté aux États-Unis et au Canada. Toutefois, l'augmentation dans notre pays a été beaucoup plus prononcée dans le cas des titres à court terme, ce qui a entraîné un aplatissement de la courbe de rendement. Même si les taux directeurs restent extrêmement bas **(Graphique 5)**, les banques centrales de certains petits pays industrialisés et d'économies de marché émergentes ont déjà commencé à majorer leurs taux en réponse au raffermissement de l'activité économique. Les banques centrales ont mis un terme à une bonne part des mécanismes exceptionnels d'octroi de liquidités et des facilités de crédit qu'elles avaient instaurés pendant la crise, car le recours à ces mécanismes a diminué en général à la faveur de l'amélioration constante des conditions financières. Les marchés de la titrisation sont toutefois toujours entravés malgré un certain nombre d'initiatives mises en œuvre par les secteurs public et privé pour les ranimer. L'émission de

Les banques centrales ont mis un terme à une bonne part des mécanismes exceptionnels d'octroi de liquidités et des facilités de crédit qu'elles avaient instaurés pendant la crise.

Graphique 5 : Les taux directeurs sont demeurés à des creux historiques dans la plupart des pays

Données quotidiennes



Sources : Banque du Canada, Réserve fédérale des États-Unis, Banque centrale européenne et Banque du Japon

Dernière observation : 16 avril 2010

nouveaux produits titrisés devrait rester nettement inférieure aux niveaux observés avant la crise pendant quelque temps encore.

Les conditions d'octroi de prêts bancaires demeurent contrastées dans les pays qui se trouvent au cœur de la crise. Selon les résultats des dernières enquêtes menées auprès des responsables du crédit aux États-Unis et en Europe, les banques commerciales ont en grande partie cessé de resserrer les normes d'octroi de crédit. Toutefois, le durcissement considérable qui s'est opéré au cours des deux dernières années n'est pas encore résorbé, et les petites entreprises en particulier sont toujours aux prises avec un accès limité au crédit. Les banques continuent de réduire leur levier financier et gèrent de manière énergique leur exposition au risque.

Les perspectives d'évolution de l'économie mondiale

Les perspectives de l'économie mondiale à court terme se sont légèrement embellies, la croissance devant s'établir en moyenne à un peu plus de 4 % jusqu'à la fin de 2012.

Les perspectives de l'économie mondiale à court terme se sont légèrement embellies depuis la parution du *Rapport* en janvier, la croissance devant s'établir en moyenne à un peu plus de 4 % jusqu'à la fin de 2012 **(Tableau 1)**. La révision à la hausse des projections pour 2010 reflète le renforcement de la croissance en Chine et dans les pays émergents d'Asie ainsi qu'une nouvelle poussée à court terme des dépenses de consommation aux États-Unis. Dans l'ensemble, toutefois, les perspectives n'ont guère varié : certaines économies de marché émergentes enregistrent une solide expansion et les économies avancées connaissent une reprise graduelle. La croissance au sein de nombreuses économies repose encore largement sur les mesures de détente budgétaire et monétaire. La demande intérieure privée devrait remonter en 2011, mais de façon modérée dans les économies avancées par rapport aux reprises précédentes. En 2012, cependant, la demande privée devrait être véritablement autosuffisante partout dans le monde.

Tableau 1 : Projection relative à la croissance de l'économie mondiale

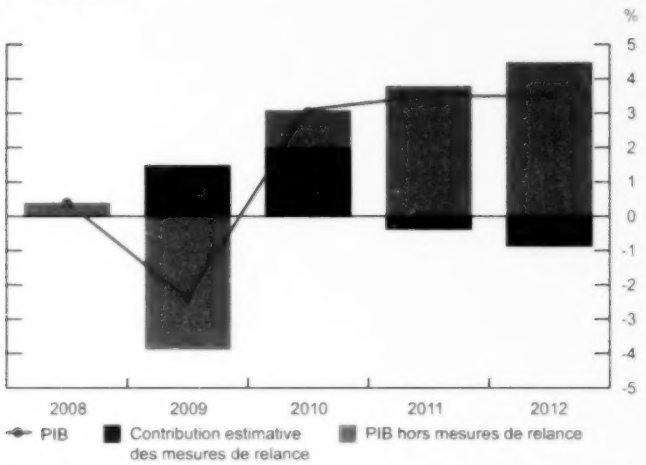
	Part du PIB mondial réel[a] (en pourcentage)	Croissance projetée[b] (en pourcentage)			
		2009	2010	2011	2012
États-Unis	21	*2,4 (-2,5)*	*3,1 (2,5)*	*3,5 (3,9)*	*3,5*
Zone euro	16	*-4,1 (-3,9)*	*1,2 (1,2)*	*1,6 (2,1)*	*2,5*
Japon	6	*-5,2 (-5,3)*	*2,1 (1,9)*	*1,7 (2,0)*	*2,6*
Chine	11	*8,7 (8,3)*	*10,2 (9,3)*	*9,3 (9,2)*	*8,7*
Autres pays	46	*1,4 (-2,0)*	*4,5 (4,0)*	*4,1 (4,0)*	*3,9*
Ensemble du monde	100	***-1,1 (-1,5)***	***4,2 (3,7)***	***4,0 (4,1)***	**4,1**

a. La part de chaque pays ou groupe de pays est calculée d'après les estimations du FMI des PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat pour 2008.
Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, octobre 2009
b. Les chiffres entre parenthèses correspondent aux projections présentées dans la livraison de janvier 2010 du *Rapport sur la politique monétaire*.
Source : Banque du Canada

La progression du PIB américain, en moyenne annuelle, devrait être légèrement plus élevée en 2010 qu'on ne l'entrevoyait dans la livraison de janvier du *Rapport*, ce qui s'explique en grande partie par une expansion plus vigoureuse que prévu au quatrième trimestre de 2009 et au premier trimestre de 2010. Les mesures de relance budgétaire demeureront un important moteur de la croissance cette année **(Graphique 6)**, alors que la consommation devrait être relativement contenue et fortement dépendante des concours de

Graphique 6 : Les mesures de relance budgétaire soutiennent actuellement la croissance économique aux États-Unis, mais la demande du secteur privé devrait devenir plus durable dans les années à venir

Données annuelles



Nota : La contribution des mesures de relance à la croissance reflète les effets sur le PIB des interventions face à la crise et comprend à la fois les dépenses publiques directes et les effets indirects des mesures de relance sur d'autres composantes de la demande globale.

Source : Banque du Canada

l'État. Le faible niveau de la demande de consommation en 2010 se reflète dans les perspectives de la Banque relatives aux ventes de véhicules automobiles aux États-Unis, qui restent bien en deçà des niveaux enregistrés avant la crise à l'horizon projeté.

En dépit du fait que le retrait des mesures de relance budgétaire exercera un effet modérateur sur l'activité économique aux États-Unis en 2011 et 2012, le taux de croissance du PIB durant ces deux années devrait encore s'établir à 3,5 % en moyenne.

En dépit du fait que le retrait des mesures de relance budgétaire exercera un effet modérateur sur l'activité économique aux États-Unis en 2011 et 2012, le taux de croissance du PIB durant ces deux années devrait encore s'établir à 3,5 % en moyenne. La progression de l'emploi et du revenu des particuliers au cours de la période devrait entraîner une hausse légère mais soutenue des dépenses des ménages. Même si on prévoit que les exportations américaines augmenteront de façon marquée à l'horizon projeté, la contribution positive qu'elles apportent à la croissance sera probablement contrebalancée par des importations plus élevées jusqu'au début de 2012.

Pour ce qui est de la zone euro, les perspectives sont assombries par l'atonie de la demande intérieure. L'expansion économique en 2010 devrait être alimentée principalement par la hausse des exportations et est essentiellement conforme aux prévisions du *Rapport* de janvier. Toutefois, on s'attend maintenant à ce que la croissance en 2011 soit un peu plus faible. On n'entrevoit pas une reprise robuste avant 2012, en raison de la présence de capacités excédentaires dans de nombreux secteurs, et la consommation devrait être freinée par un redressement modeste des marchés du travail.

Les perspectives concernant le Japon demeurent largement inchangées, et la croissance repose fortement sur la demande extérieure. La consommation, qui a été stimulée par les transferts de l'État aux ménages et les programmes d'incitation à l'achat de biens durables, ne devrait pas contribuer de façon importante à l'expansion du PIB. On peut en dire autant des investissements, car les entreprises réduisent leurs capacités excédentaires.

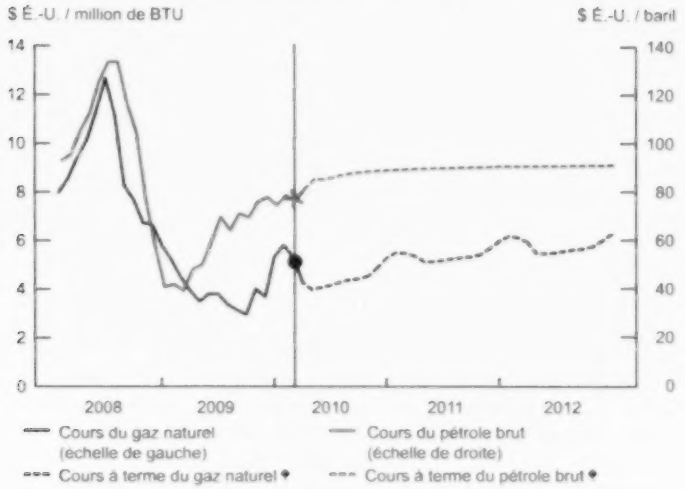
La croissance en Chine devrait s'atténuer légèrement en 2011 et 2012, les effets des mesures de relance antérieures commençant à se dissiper et les politiques monétaire et de crédit devenant moins expansionnistes, mais elle devrait se chiffrer en moyenne à quelque 9,0 %. On prévoit également que d'autres économies émergentes connaîtront une solide expansion durant les trois prochaines années, ce qui tient dans bien des cas à la hausse de la demande chinoise d'exportations.

La croissance en Chine devrait s'atténuer légèrement en 2011 et 2012, mais se chiffrer en moyenne à quelque 9,0 %.

L'indice des prix des produits non énergétiques de la Banque devrait augmenter d'environ 30 % au cours des trois prochaines années, à mesure que l'activité économique reprendra à l'échelle du globe, ce qui cadre en gros avec les projections de janvier de l'institution. À en juger par les marchés de contrat à terme, les cours du pétrole grimperont à quelque 91 dollars américains le baril en 2012, ce qui concorde aussi généralement avec les attentes énoncées dans le *Rapport* de janvier **(Graphique 7)**.

Graphique 7 : Les courbes des cours à terme laissent entrevoir une hausse des prix de l'énergie

Base 100 de l'indice des prix = janvier 2008, données mensuelles



• Cours au comptant du pétrole brut (16 avril 2010)
• Cours au comptant du gaz naturel (16 avril 2010)
♦ Prix moyen des contrats à terme au cours des deux semaines se terminant le 16 avril 2010
Nota : Les valeurs des prix du pétrole brut et du gaz naturel pour avril 2010 sont des estimations fondées sur la moyenne des cours quotidiens au comptant jusqu'au 16 avril 2010.
Source : New York Mercantile Exchange (NYMEX)

Les déséquilibres des balances courantes à l'échelle du globe se sont atténués au cours de la récession, mais ils recommencent à s'accroître maintenant que l'économie mondiale se redresse et que les cours des produits de base se raffermissent. Comme l'ont déclaré les chefs d'État et de gouvernement du G20, de nouveaux correctifs s'imposeront à moyen terme afin que la croissance économique mondiale soit vigoureuse, durable et équilibrée.

De nouveaux correctifs s'imposeront à moyen terme afin que la croissance économique mondiale soit vigoureuse, durable et équilibrée.

L'économie canadienne

La reprise au Canada se révèle un peu plus rapide qu'on ne l'entrevoyait dans le *Rapport* de janvier, sous l'effet du maintien de la détente monétaire et budgétaire, de l'amélioration des conditions financières, de l'accélération de l'activité économique à l'échelle mondiale, de la bonification des termes de l'échange et du regain de confiance de la part des entreprises et des consommateurs. La hausse plus prononcée qu'escompté du revenu des ménages et de la demande étrangère a donné un nouveau coup de fouet au dernier trimestre de 2009 et au premier trimestre de 2010. On s'attend à ce que le rythme d'expansion du PIB réel se modère en 2010 et 2011, en raison de la vigueur persistante du dollar canadien, du retrait des mesures de relance budgétaire et du devancement, ces derniers trimestres, des dépenses des ménages et des investissements dans le secteur du logement à la faveur de l'assouplissement des conditions monétaires. Compte tenu du dynamisme de la croissance au cours des derniers trimestres, la Banque s'attend à ce que le niveau de l'activité au Canada soit plus élevé qu'anticipé précédemment pendant la période 2010-2011 et à ce que l'économie retrouve son plein potentiel au deuxième trimestre de 2011, soit un trimestre plus tôt qu'elle ne l'estimait en janvier.

La reprise au Canada se révèle un peu plus rapide qu'on ne l'entrevoyait dans le Rapport *de janvier.*

Tandis que l'inflation mesurée par l'indice de référence a dépassé les projections au cours des derniers mois, l'inflation mesurée par l'IPC global a évolué essentiellement comme prévu. La vigueur de l'inflation mesurée par l'indice de référence est attribuable à une combinaison de facteurs temporaires et de facteurs plus fondamentaux, tels que l'intensification de l'activité économique et la rigidité des augmentations de salaire par rapport à la productivité. Ce dernier facteur a contribué à la résilience, au cours de la dernière année, des prix de certains services intégrés à l'indice de référence. Vu la présence d'une offre excédentaire moins importante au sein de l'économie et la décélération plus graduelle des salaires qu'on ne l'avait d'abord envisagé, les tensions inflationnistes sous-jacentes sont légèrement plus prononcées qu'en janvier. Tant le taux d'accroissement de l'indice de référence que celui de l'IPC global (à l'exclusion de l'effet de l'harmonisation des taxes de vente en Ontario et en Colombie-Britannique) devraient avoisiner la cible de 2 % tout au long de la période de projection.

Tandis que l'inflation mesurée par l'indice de référence a dépassé les projections au cours des derniers mois, l'inflation mesurée par l'IPC global a évolué essentiellement comme prévu.

L'évolution récente

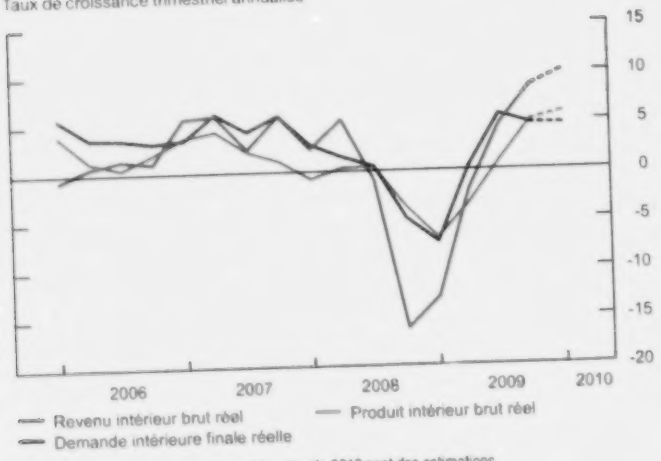
L'offre et la demande globales

La modeste reprise entamée au troisième trimestre de 2009 s'est dynamisée sensiblement au quatrième trimestre. Le PIB réel du Canada a progressé à un rythme annuel de 5 %, du fait que l'expansion vigoureuse de la demande intérieure finale et des exportations s'est poursuivie et que la hausse des

La modeste reprise entamée au troisième trimestre de 2009 s'est dynamisée sensiblement au quatrième trimestre.

Graphique 8 : L'amélioration continue des termes de l'échange du Canada a stimulé le relèvement du revenu intérieur brut réel

Taux de croissance trimestriel annualisé



Nota : Les chiffres relatifs au premier trimestre de 2010 sont des estimations.
Sources : Statistique Canada et estimations de la Banque du Canada

importations a été nettement plus faible qu'au trimestre précédent. Le revenu intérieur brut réel s'est accru encore davantage que le PIB réel, sous l'influence d'une nouvelle amélioration des termes de l'échange du Canada **(Graphique 8)**.

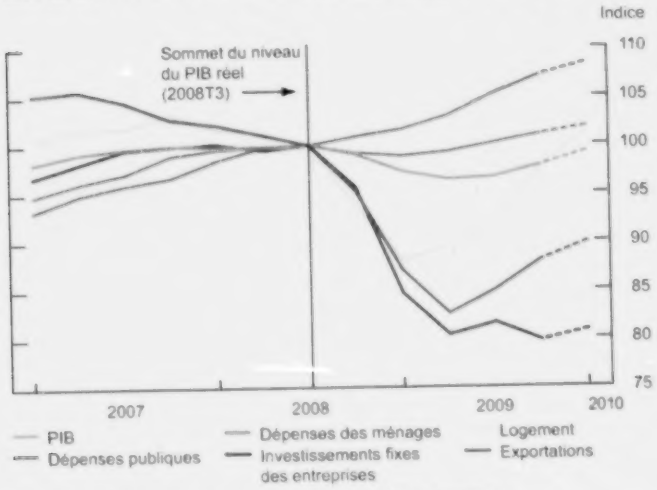
La croissance des investissements dans le logement au quatrième trimestre a dépassé les attentes, en raison de l'incidence plus marquée que prévu des bas taux hypothécaires et du crédit d'impôt pour la rénovation domiciliaire. Comme on s'y attendait, la part des dépenses publiques dans la croissance du PIB est aussi demeurée substantielle, compte tenu des mesures de relance budgétaire en cours. Les investissements fixes des entreprises ont chuté, annulant la modeste reprise observée au troisième trimestre. Les entreprises sont restées prudentes, attendant d'obtenir de plus amples preuves que le redressement de la demande n'est pas seulement passager, surtout aux États-Unis. Malgré tout, l'avance des exportations a été plus forte qu'escompté, grâce à la reprise plus ferme de l'activité économique américaine. Parallèlement, les importations se sont inscrites en légère hausse, à la suite d'une poussée exceptionnelle au troisième trimestre. Dans l'ensemble, les ventes ont bondi au quatrième trimestre, et les entreprises ont réduit leurs stocks à un rythme plus rapide qu'au troisième trimestre, ce qui a fait encore reculer le ratio stocks/ventes.

Des indicateurs récents donnent à penser que l'activité a poursuivi sa croissance prononcée — environ 5,8 % — au premier trimestre de 2010.

Des indicateurs récents donnent à penser que l'activité a poursuivi sa croissance prononcée — environ 5,8 % — au premier trimestre de 2010, sous l'impulsion d'un essor généralisé de la demande intérieure, de nouveaux gains au chapitre des exportations et du début d'une inversion du cycle des stocks. Le fait que les ménages se soient empressés de tirer profit du crédit d'impôt pour la rénovation domiciliaire avant que celui-ci n'expire, le 31 janvier 2010, a encore stimulé, de façon temporaire, les investissements dans le secteur résidentiel. En outre, la Banque s'attend à ce que les investissements des entreprises aient entamé leur hausse cyclique, selon ce que laissent entrevoir de récents indicateurs, qui évoquent un redressement marqué dans le secteur du pétrole et du gaz naturel et les industries de fabrication de biens connexes.

Graphique 9 : La résilience des dépenses des ménages et l'augmentation soutenue des dépenses publiques ont alimenté l'activité économique

Base 100 de l'indice = 2008T3, en dollars enchaînés de 2002, données trimestrielles



Nota : Les chiffres relatifs au premier trimestre de 2010 sont des estimations.
Sources : Statistique Canada et estimations et calculs de la Banque du Canada

Bien que l'accroissement du PIB réel aux deux derniers trimestres ait été plus soutenu qu'on ne l'escomptait, il n'est pas inhabituel, à ce stade du cycle économique, d'observer une poussée temporaire de la croissance. Afin de mettre en perspective la récession et la reprise récentes, il est utile d'examiner les principales composantes de la demande globale en fonction des niveaux atteints. La tenue relative de ces composantes diffère de manière notable selon celles qui sont envisagées **(Graphique 9)**. La vigueur des dépenses publiques et, à un degré moindre, celle des dépenses des ménages ont amorti sensiblement le ralentissement de l'activité et facilité la reprise. Par contraste, le niveau des investissements fixes des entreprises est encore très faible. Les exportations demeurent bien en deçà du niveau auquel elles se situaient avant la récession, en raison d'une moins grande compétitivité et de la faiblesse persistante de la demande aux États-Unis **(Graphique 10)**. Par suite de cette évolution, le niveau du PIB réel au premier trimestre de 2010 était encore d'environ 1 % inférieur à son sommet du troisième trimestre de 2008, et de quelque 2 % en deçà de son potentiel.

La vigueur des dépenses publiques et, à un degré moindre, celle des dépenses des ménages ont amorti sensiblement le ralentissement de l'activité et facilité la reprise.

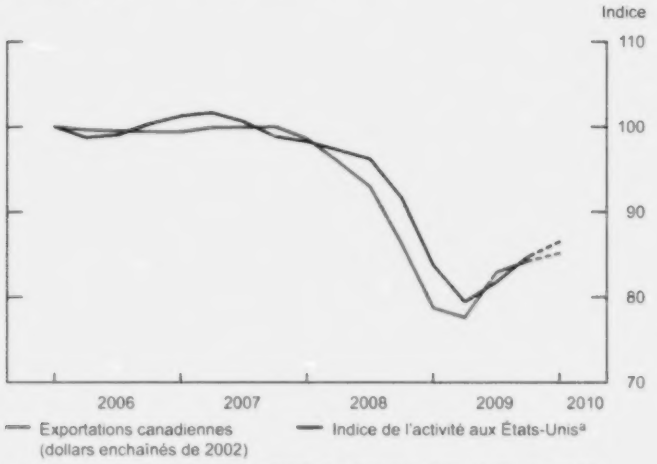
L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie

L'offre excédentaire a commencé à se contracter au quatrième trimestre de 2009, mouvement qui s'est poursuivi au premier trimestre de 2010, l'activité progressant beaucoup plus rapidement que la production potentielle[1]. La mesure dont la Banque se sert habituellement pour estimer l'écart de production s'est établie à -2,3 % au premier trimestre **(Graphique 11)**. Lorsqu'elle évalue les capacités inutilisées, l'institution tient compte de cette mesure de pair avec plusieurs autres indicateurs, puisqu'une grande incertitude entoure les estimations de la production potentielle, surtout au sortir d'une récession. D'après les résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises parus au printemps (http://www.banqueducanada.ca/fr/bos/2010/printemps/bos0410f.pdf), les pressions sur la capacité de production

1 Comme en janvier, la Banque estime que le taux d'expansion de la production potentielle a touché un creux de 1,2 % en 2009. Ce taux devrait remonter à 1,5 % en 2010, puis passer à 1,9 % en 2011 et 2012.

Graphique 10 : Le niveau des exportations canadiennes demeure déprimé en raison notamment de la faiblesse de l'activité aux États-Unis

Base 100 de l'indice = 2006T1, données trimestrielles

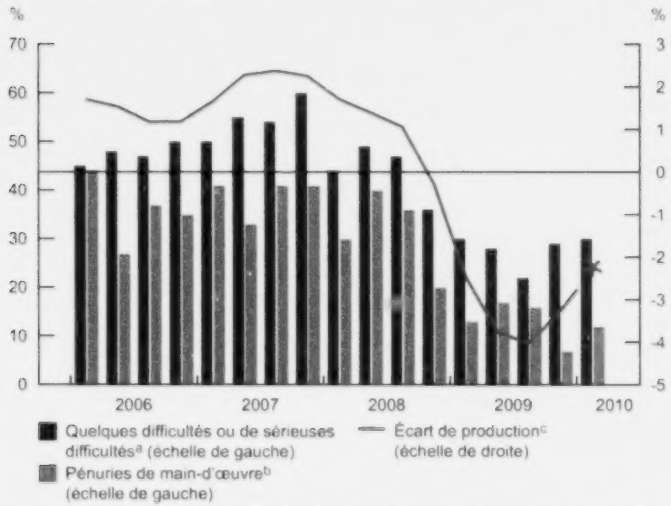


a. La Note technique 2 de la livraison de juillet 2009 du *Rapport*, intitulée « L'indice de l'activité aux États-Unis utilisé par la Banque du Canada », offre des précisions sur l'indice en question.

Nota : Les chiffres relatifs au premier trimestre de 2010 sont des estimations.

Sources : Statistique Canada et estimations et calculs de la Banque du Canada

Graphique 11 : Bien qu'elle demeure considérable, l'offre excédentaire affichée par l'économie canadienne a commencé à se contracter au quatrième trimestre de 2009



a. Réponses à la question relative aux pressions sur la capacité de production, dans l'enquête sur les perspectives des entreprises. Pourcentage des entreprises ayant indiqué qu'elles auraient quelques difficultés ou de sérieuses difficultés à répondre à une hausse inattendue de la demande ou des ventes.

b. Réponses à la question relative aux pénuries de main-d'œuvre, dans l'enquête citée précédemment. Pourcentage des entreprises ayant déclaré souffrir d'une pénurie de main-d'œuvre qui restreint leur capacité de répondre à la demande.

c. Différence entre la production observée et la production potentielle estimée. La valeur estimée de l'écart pour le premier trimestre de 2010 (indiquée par l'étoile) se fonde sur une augmentation prévue de la production de 5,8 % (en rythme annuel) pour ce trimestre.

Source : Banque du Canada

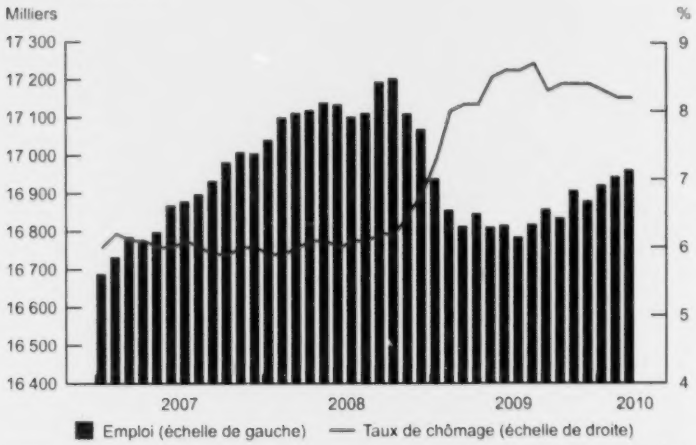
Dernière observation : 2010T1

sont demeurées limitées au premier trimestre, puisque la proportion des firmes ayant déclaré qu'elles auraient du mal à faire face à une hausse inattendue de la demande était toujours faible.

Des indicateurs récents portent à croire que la situation sur le marché du travail a continué de s'améliorer graduellement, dans la foulée du redressement du PIB réel. Le niveau de l'emploi et le nombre moyen d'heures travaillées ont commencé à remonter au milieu de 2009 et le taux de chômage s'est inscrit en légère baisse, bien que son niveau demeure relativement élevé **(Graphique 12)**. Selon les résultats de l'enquête sur les perspectives des entreprises publiés au printemps, le pourcentage des firmes faisant état de pénuries de main-d'œuvre n'a que peu augmenté par rapport au creux observé au quatrième trimestre de 2009.

Graphique 12 : La situation sur le marché du travail s'améliore graduellement

Données mensuelles



Source : Statistique Canada

Dernière observation : mars 2010

Après avoir passé en revue tous les indicateurs des pressions s'exerçant sur la capacité de production et pris en compte la faiblesse de la production potentielle associée à la restructuration en cours de divers secteurs de l'économie canadienne, la Banque est d'avis que l'économie tournait à environ 2 % en deçà de son plein potentiel au premier trimestre de 2010.

La Banque est d'avis que l'économie tournait à environ 2 % en deçà de son plein potentiel au premier trimestre de 2010.

L'inflation et la cible de 2 %

L'inflation mesurée par l'indice de référence a été plus élevée qu'on ne l'escomptait en janvier, sous l'effet à la fois de facteurs temporaires et de facteurs plus fondamentaux. Alors qu'on s'attendait à ce que le taux d'accroissement de l'indice de référence demeure relativement stable à court terme, il est passé de 1,5 % en novembre à 2,1 % en février **(Graphique 13)**. Cette augmentation s'explique en partie par des facteurs temporaires, tels que le profil inusité des prix des véhicules automobiles neufs depuis l'inclusion des modèles 2010 dans l'IPC, en novembre, et la flambée passagère des tarifs des services d'hébergement associée à la tenue des Jeux olympiques de 2010 à Vancouver.

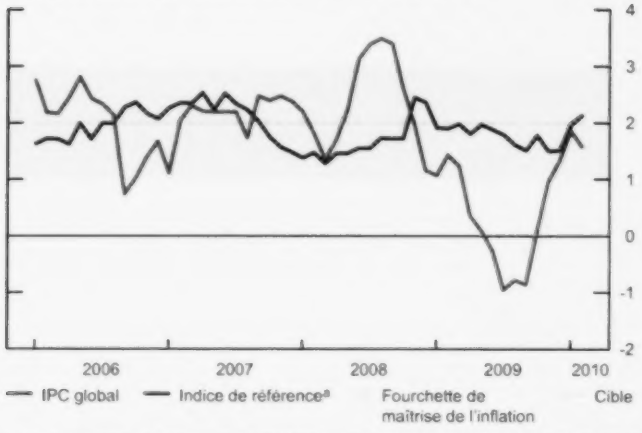
L'inflation mesurée par l'indice de référence a été plus élevée qu'on ne l'escomptait en janvier, sous l'effet à la fois de facteurs temporaires et de facteurs plus fondamentaux.

Plus généralement, malgré l'importante offre excédentaire au sein de l'économie, l'inflation mesurée par l'indice de référence est demeurée ferme au cours de la dernière année en raison de la résilience des prix de certaines composantes des services intégrés à l'indice de référence, dont une hausse

L'inflation mesurée par l'indice de référence est demeurée ferme au cours de la dernière année en raison de la résilience des prix des services intégrés à cet indice.

Graphique 13 : L'inflation mesurée par l'indice de référence a été plus élevée que prévu

Taux de variation en glissement annuel, données mensuelles



a. Indice excluant huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes

Source : Statistique Canada — Dernière observation : février 2010

appréciable de certains prix réglementés (p. ex., communications, droits de scolarité et services de câblodistribution). Cette résilience tient à la décélération plus lente que prévu des salaires, étant donné que les coûts de main-d'œuvre représentent une part importante des coûts totaux de production des services pris en considération. Les frais de logement ont aussi augmenté à un rythme supérieur aux pronostics, du fait que la demande dans ce secteur s'est redressée plus rapidement qu'escompté à la faveur du devancement de certaines dépenses par les ménages.

L'inflation mesurée par l'IPC global en janvier et en février n'a été que légèrement supérieure aux projections.

Dans l'ensemble, le taux de variation sur douze mois de l'IPC global en janvier et en février n'a été que légèrement supérieur aux chiffres avancés dans le *Rapport* de janvier, puisque l'accélération plus forte que prévu de l'inflation fondamentale a été compensée en partie par le fait que les prix de certaines composantes volatiles, en particulier l'énergie et les légumes, ont été plus bas qu'on ne s'y attendait.

Étant donné que la reprise de l'activité économique au Canada se raffermit, tout comme les prix de l'énergie, les indicateurs des attentes d'inflation à court terme se sont élevés pour se rapprocher de la cible de 2 % dans les derniers mois. Selon les compilations de Consensus Economics parues en avril, l'IPC global devrait gagner 1,9 % en 2010. Les résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises publiés ce printemps continuent de montrer que les attentes concernant l'inflation moyenne sur les deux prochaines années se concentrent à l'intérieur de la fourchette de maîtrise de l'inflation que s'est donnée l'institution, bien qu'une proportion plus importante des firmes (40 %) envisage le maintien de l'inflation dans la moitié supérieure de cette fourchette. En outre, les mesures des attentes d'inflation à long terme qui se fondent sur le marché se situent toujours à l'intérieur de la fourchette observée par le passé. Compte tenu, entre autres, de ces éléments d'information, la Banque juge que les attentes d'inflation à moyen et à long terme restent solidement ancrées à la cible d'inflation de 2 %.

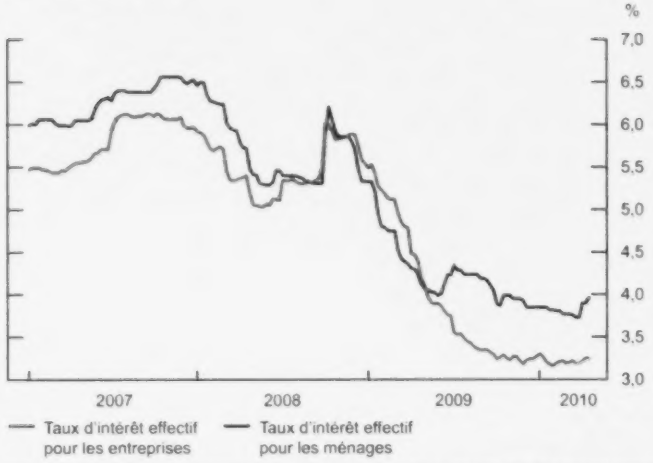
Les conditions financières au Canada

Les conditions financières au Canada ont fourni un soutien continu à la reprise économique.

Les conditions financières au Canada ont été favorables ces derniers mois, et ont ainsi fourni un soutien continu à la reprise économique. Vu l'abondante liquidité des marchés monétaires, les coûts de financement des banques canadiennes sont demeurés très faibles. Les coûts d'emprunt effectifs des ménages canadiens sont également restés à un niveau exceptionnellement bas, malgré une certaine hausse des taux hypothécaires **(Graphique 14** et **Tableau 2)**. Dans ce contexte, tant le crédit hypothécaire que le crédit à la consommation ont continué de croître à un rythme encore plus rapide que prévu **(Graphique 15)**, ce qui a alimenté les dépenses des ménages et les investissements dans le logement.

Graphique 14 : Les coûts d'emprunt des ménages et des entreprises demeurent à des niveaux exceptionnellement bas

Données hebdomadaires



Nota : Pour de plus amples renseignements sur ces séries, consulter le site http://credit.banqueducanada.ca/conditionsfinancieres.

Source : calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 16 avril 2010

Tableau 2 : Coûts d'emprunt des ménages et des entreprises

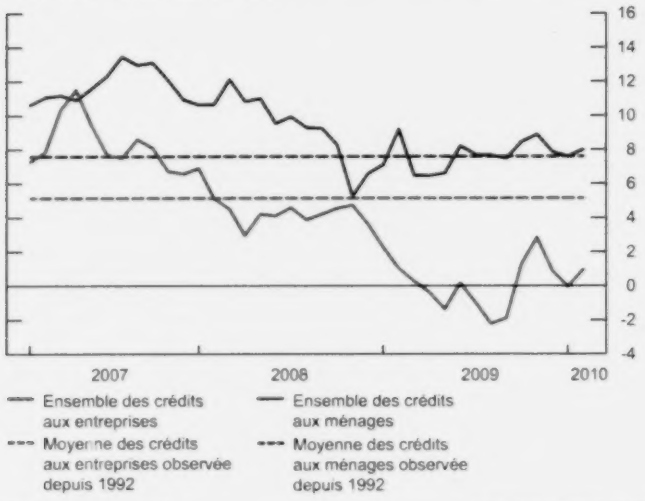
En pourcentage

Date	Taux du financement à un jour	Taux préférentiel	Taux hypothécaire variable effectif estimatif	Taux hypothécaire affiché à cinq ans	Taux des acceptations bancaires à trois mois	Taux des obligations à long terme de sociétés
31 juillet 2007	4,50	6,25	5,35	7,24	4,75	5,42
18 octobre 2007	4,50	6,25	5,65	7,43	4,85	5,41
24 janvier 2008	4,00	5,75	5,25	7,39	4,06	5,30
24 avril 2008	3,00	4,75	4,15	6,99	3,23	5,32
17 juillet 2008	3,00	4,75	4,20	7,09	3,29	5,48
23 octobre 2008	2,25	4,00	5,00	7,20	2,68	5,99
22 janvier 2009	1,00	3,00	3,80	5,90	1,06	5,90
23 avril 2009	0,25	2,25	3,00	5,25	0,46	5,32
23 juillet 2009	0,25	2,25	2,65	5,85	0,44	4,54
22 octobre 2009	0,25	2,25	2,25	5,80	0,43	4,06
21 janvier 2010	0,25	2,25	2,05	5,47	0,44	3,72
16 avril 2010	0,25	2,25	1,75	6,10	0,57	4,20

Sources : Bloomberg (pour les taux des obligations à long terme de sociétés) et Banque du Canada (pour tous les autres taux)

Graphique 15 : Le crédit aux ménages continue de progresser à un rythme robuste, mais le crédit aux entreprises est faible

Taux de variation sur trois mois annualisé

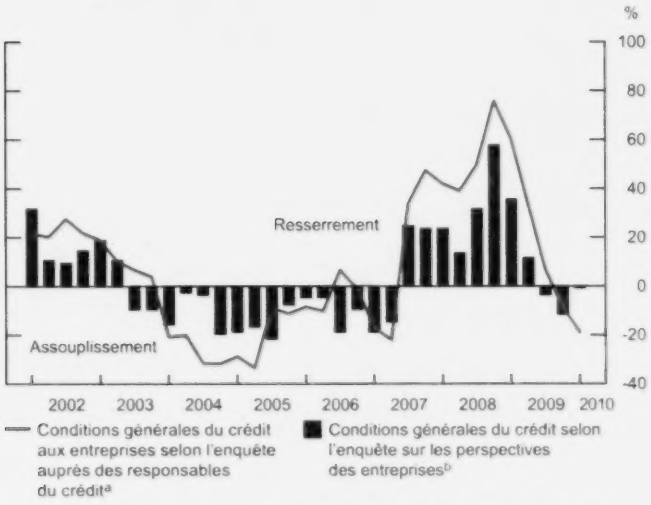


Source : Banque du Canada

Dernière observation : février 2010

Graphique 16 : Les résultats de l'enquête auprès des responsables du crédit donnent à penser que les conditions du crédit aux entreprises non financières canadiennes se sont assouplies au premier trimestre de 2010

Solde des opinions



a. Différence entre le pourcentage pondéré des opinions allant dans le sens d'un resserrement et le pourcentage pondéré de celles qui inclinent vers un assouplissement

b. Différence entre le pourcentage des entreprises qui font état d'un resserrement et le pourcentage de celles qui signalent un assouplissement

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 2010T1

Les résultats des plus récentes enquêtes de la Banque montrent que les conditions de prêt se sont encore assouplies dans le cas des grandes sociétés.

Les coûts d'emprunt effectifs des firmes canadiennes sont aussi restés très peu élevés. Pour le premier trimestre de 2010, les résultats de la plus récente enquête menée par la Banque auprès des responsables du crédit (http://www.banqueducanada.ca/fr/slos/pdf/slos2010T1.pdf) **(Graphique 16)** montrent que les conditions de prêt se sont encore assouplies dans le cas des grandes

sociétés, et qu'elles se sont stabilisées pour ce qui est des petites entreprises et des sociétés commerciales, après s'être resserrées pendant plusieurs trimestres consécutifs. Un portrait similaire se dégage de l'enquête sur les perspectives des entreprises : les grandes sociétés continuent de faire état d'un relâchement, tandis que les petites et moyennes entreprises estiment que les normes d'octroi de prêts se sont dans l'ensemble resserrées.

Conformément à l'évolution du cycle économique observée au début des années 1990, la croissance de l'ensemble des crédits aux entreprises est demeurée faible au cours des derniers mois, en dépit de la remontée naissante du PIB réel global.

Comme c'est le cas depuis le début du ralentissement économique, les agrégats monétaires au sens étroit ont poursuivi leur vive expansion. Cette situation s'explique à la fois par le désir des ménages et des entreprises de conserver des actifs liquides jusqu'à ce que la reprise soit bien enclenchée et par le fait que les bas taux d'intérêt stimulent peu la demande de placements à long terme. En janvier et en février, le taux d'accroissement moyen, en glissement annuel, de l'agrégat monétaire au sens étroit M1+ (à environ 15 %) dépassait de beaucoup ce qu'on a observé historiquement, alors que celui de l'agrégat au sens large M2++ (à moins de 6 %) s'inscrivait légèrement en deçà de sa tendance passée. La Banque prévoit que l'accroissement des encaisses monétaires au sens étroit diminuera au fil du temps, à mesure que la conjoncture économique se redressera.

Le taux de change

Le dollar canadien s'est apprécié depuis la parution du *Rapport* de janvier et, récemment, il s'est établi en moyenne aux alentours de 99 cents É.-U., soit à un niveau d'environ 3 % plus élevé que le chiffre de 96 cents É.-U. postulé en janvier **(Graphique 17)**.

Graphique 17 : Le dollar canadien s'est apprécié depuis la parution du *Rapport* de janvier
Données quotidiennes

$ É.-U.
140
130
120
110
100
90
1,10
1,00
0,90
0,80
0,70
0,60
Rapport de janvier
2008
2009
2010
Indice TCEC : indice de taux de change effectif du dollar canadien, pondéré en fonction du commerce extérieur (comprend le dollar É.-U., l'euro, le yen, la livre sterling, le peso mexicain et le renminbi chinois) (échelle de gauche; base 100 de l'indice = 1992)
Cours de clôture au comptant du dollar canadien par rapport au dollar É.-U. (échelle de droite)

Nota : Une hausse de l'indice TCEC indique une appréciation du dollar canadien.
Source : Banque du Canada
Dernière observation : 16 avril 2010

Les perspectives d'évolution de l'économie canadienne

La Banque tient compte dans son scénario de référence des principales hypothèses suivantes : le maintien du cours du dollar canadien à 99 cents É.-U. en moyenne; une évolution des prix de l'énergie conforme aux cours récents des contrats à terme; un renchérissement progressif des produits de base non énergétiques allant de pair avec la reprise de l'économie mondiale; la poursuite de l'amélioration graduelle des conditions du crédit à l'échelle internationale.

L'offre et la demande globales

La Banque prévoit que l'économie progressera de 3,7 % en 2010, de 3,1 % en 2011 et de 1,9 % en 2012.

Le profil de croissance de l'économie canadienne montre une expansion plus prononcée en début de période que celui présenté dans le *Rapport* de janvier. Compte tenu de la progression du PIB réel beaucoup plus forte qu'escompté au quatrième trimestre de 2009 et au premier trimestre de 2010, la Banque estime maintenant que le taux de croissance redescendra plus rapidement à son niveau tendanciel **(Graphique 18)**. Cette révision à la baisse du rythme de croissance entre le deuxième trimestre de 2010 et la fin de 2011 tient à l'opinion de la Banque selon laquelle les mesures de relance des autorités publiques ont entraîné un devancement à la fin de 2009 et au début de 2010 d'un volume de dépenses nettement plus grand que prévu, aux perspectives de croissance légèrement plus faibles de l'économie américaine à partir du second semestre de cette année et au niveau plus élevé postulé pour le dollar canadien. La Banque entrevoit maintenant que la croissance du PIB atteindra, en moyenne annuelle, 3,7 % en 2010 avant de ralentir progressivement pour s'établir à 3,1 % en 2011 et à 1,9 % en 2012 **(Tableau 3)**. Elle s'attend à ce que l'économie renoue avec son plein potentiel au deuxième trimestre de 2011, soit un trimestre plus tôt que projeté en janvier.

L'année 2010 devrait voir la demande du secteur privé prendre le relais du secteur public comme principale source de croissance.

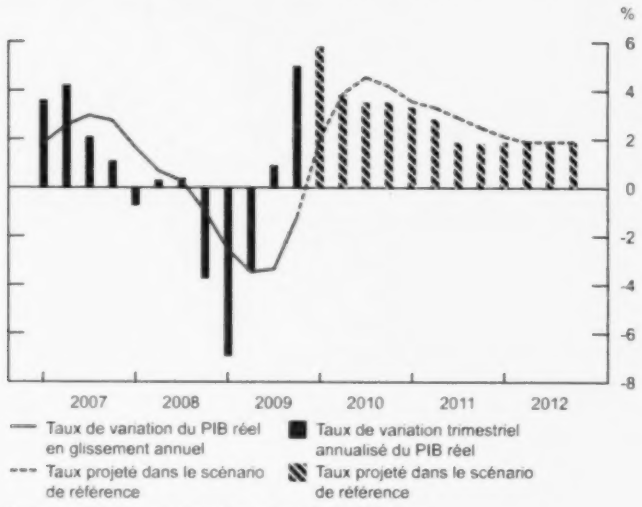
L'année 2010 devrait voir la demande du secteur privé prendre le relais du secteur public comme principale source de croissance. D'ici 2011, le secteur privé devrait devenir l'unique moteur de la progression de la demande intérieure au pays. À cet égard, les estimations de la Banque concernant la contribution des dépenses publiques à l'expansion du PIB réel laissent penser qu'elle a culminé à environ 2 points de pourcentage au second semestre de 2009 et qu'elle se repliera graduellement, pour devenir négative au second semestre de 2011.

Bien qu'on s'attende à un certain ralentissement par rapport à la cadence rapide enregistrée au début de l'année, les dépenses de consommation devraient afficher une croissance robuste tout au long de la période de projection, à la faveur de la détente monétaire, des gains au chapitre de l'emploi et du revenu du travail, ainsi que du regain de confiance des consommateurs. Toutefois, la hausse récente de l'endettement des ménages et l'accroissement futur du ratio du service de la dette devraient modérer la dépense des ménages dans les années à venir.

Les investissements dans le secteur du logement devraient diminuer sensiblement durant le reste de l'année et une bonne partie de 2011.

Les investissements dans le secteur du logement devraient diminuer sensiblement durant le reste de l'année et une bonne partie de 2011, compte tenu de l'importante activité qui a été devancée à la fin de 2009 et au début de 2010 (en raison des taux hypothécaires exceptionnellement bas et du crédit d'impôt pour la rénovation domiciliaire qui a récemment pris fin), combinée au renchérissement des prêts hypothécaires et au resserrement de leurs conditions d'octroi.

Graphique 18 : La croissance du PIB réel devrait ralentir par rapport à la cadence rapide affichée au quatrième trimestre de 2009 et au premier trimestre de 2010



Sources : Statistique Canada et projections de la Banque du Canada

Tableau 3 : Contribution à la croissance annuelle moyenne du PIB réel

En points de pourcentage[a]

	2009	2010	2011	2012
Consommation	0,1 *(0,1)*	1,9 *(1,7)*	1,7 *(1,8)*	1,5
Logement	-0,5 *(-0,5)*	0,6 *(0,3)*	-0,1 *(0,0)*	0,1
Administrations publiques	1,1 *(1,0)*	1,3 *(1,3)*	-0,2 *(-0,3)*	-0,5
Investissements fixes des entreprises	-2,2 *(-1,9)*	0,2 *(0,1)*	0,8 *(0,8)*	0,8
Total partiel : demande intérieure finale	-1,5 *(-1,3)*	4,0 *(3,4)*	2,2 *(2,3)*	1,9
Exportations	-4,5 *(-4,4)*	2,1 *(1,9)*	1,8 *(2,1)*	1,4
Importations	4,3 *(4,4)*	-2,9 *(-3,1)*	-1,6 *(-1,8)*	-1,5
Total partiel : exportations nettes	-0,2 *(0,0)*	-0,8 *(-1,2)*	0,2 *(0,3)*	-0,1
Stocks	-0,9 *(-1,2)*	0,5 *(0,7)*	0,7 *(0,9)*	0,1
PIB	**-2,6** *(-2,5)*	**3,7** *(2,9)*	**3,1** *(3,5)*	**1,9**
Pour mémoire :				
Production potentielle	1,2 *(1,2)*	1,5 *(1,5)*	1,9 *(1,9)*	1,9 *(1,9[b])*
Revenu intérieur brut réel	5,8 *(-5,9)*	5,6 *(4,2)*	3,7 *(4,6)*	2,4

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison de janvier du *Rapport sur la politique monétaire*.

b. Chiffre tiré du *Rapport sur la politique monétaire* d'octobre 2009

La reprise graduelle des investissements des entreprises qui a commencé au début de 2010 devrait s'intensifier pendant la période de projection, du fait de l'amélioration des perspectives économiques et de la nécessité d'augmenter la productivité dans un contexte international plus concurrentiel. Les prévisions de la Banque quant aux dépenses d'investissement en 2010 cadrent avec les résultats de son enquête du printemps sur les perspectives des entreprises et ceux de l'enquête de Statistique Canada sur les intentions d'investissement dans les secteurs privé et public réalisée au début de l'année 2010. En ce qui a trait aux stocks des entreprises, l'ajustement exigé pour ramener le

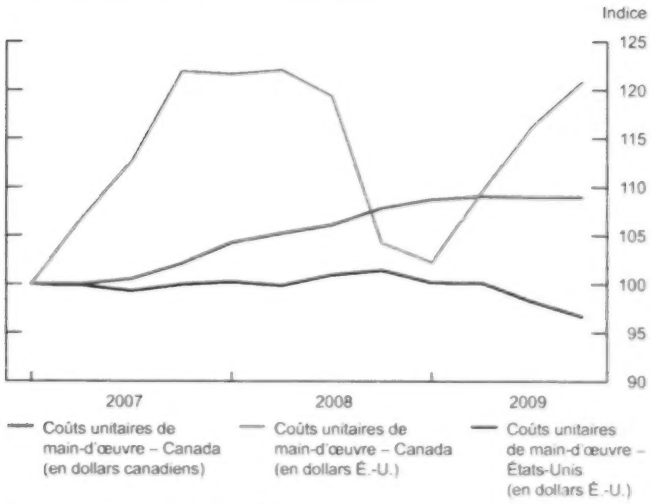
La reprise des investissements des entreprises devrait s'intensifier, du fait de l'amélioration des perspectives économiques et de la nécessité d'augmenter la productivité.

ratio stocks/ventes à un niveau plus soutenable semble être essentiellement achevé, ce qui devrait appuyer la progression du PIB réel au cours de la période de projection.

On entrevoit que les exportations augmenteront durant la période de projection, sous l'effet de la croissance de la demande extérieure et de la hausse des prix mondiaux des produits de base. La vigueur persistante du dollar canadien et l'augmentation des coûts unitaires de main-d'œuvre viendront cependant freiner leur expansion **(Graphique 19)**. La croissance des exportations en 2011 devrait être un peu plus faible qu'on ne l'escomptait en janvier, en raison des perspectives plus modérées de l'activité aux États-Unis et de la valeur plus élevée postulée pour le dollar canadien. Le volume des importations devrait également progresser à un rythme quelque peu plus lent au cours de la période de projection, compte tenu des nouvelles prévisions concernant la croissance de la demande intérieure et des exportations.

Graphique 19 : La hausse plus rapide des coûts unitaires de main-d'œuvre au Canada et l'appréciation de notre dollar ont réduit notre compétitivité par rapport aux États-Unis

Coûts unitaires de main-d'œuvre
Base 100 de l'indice = 2007T1, données trimestrielles



Sources : Bureau of Labor Statistics des États-Unis, Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2009T4

La projection en matière d'inflation

Les pressions inflationnistes se font légèrement plus prononcées qu'on ne l'envisageait en janvier.

Comme le niveau supérieur des dépenses qui ont été devancées se traduit par une offre excédentaire un peu plus faible, ainsi que par une décélération des salaires plus graduelle qu'escompté précédemment, les pressions inflationnistes se font légèrement plus prononcées qu'on ne l'envisageait en janvier.

Le scénario de référence de la Banque en matière d'inflation tient maintenant compte de l'incidence estimative de l'harmonisation des taxes de vente en Ontario et en Colombie-Britannique. À compter du 1er juillet 2010, ces deux provinces harmoniseront leur taxe de vente provinciale avec la taxe fédérale sur les produits et services. En conséquence, une gamme élargie de biens et de services seront taxés en Ontario et en Colombie-Britannique. Selon les calculs de la Banque, l'incidence directe de cette mesure sera une hausse temporaire de 0,6 point du taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC

global entre juillet 2010 et juin 2011[2]. Dans le cadre de la mise en place de la taxe de vente harmonisée (TVH), la plupart des taxes payées actuellement sur les intrants des entreprises seront remboursées au moyen de crédits d'impôt. Cette réduction des coûts de production devrait entraîner au fil du temps un certain effet compensatoire sur les prix à la consommation. Mais il est particulièrement difficile d'évaluer l'ampleur de cet effet et le moment où il se fera sentir. Dans son scénario de référence, la Banque fait l'hypothèse que ces économies se transmettront graduellement au cours du second semestre de l'année et finiront par représenter au total une diminution de 0,3 point de pourcentage des taux de variation de l'indice de référence et de l'IPC global. Comme dans le cas des autres modifications apportées aux impôts indirects par le passé, la Banque fera abstraction des effets initiaux de la taxe sur les prix aux fins de la politique monétaire.

L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait diminuer légèrement en 2010, à mesure que l'effet des facteurs temporaires se dissipera et que les remboursements de taxes aux entreprises (résultant de l'entrée en vigueur de la TVH) seront répercutés sur les consommateurs **(Tableau 4)**[3]. Étant donné que les attentes d'inflation sont bien ancrées, le taux d'accroissement de l'indice de référence devrait rester près de la cible tout au long de la période de projection. L'influence du récent ralentissement de la croissance des salaires, couplée à l'amélioration de la productivité du travail, sera contrebalancée par la résorption graduelle de l'offre excédentaire **(Graphique 20)**.

L'inflation devrait avoisiner 2 % jusqu'à la fin de la période de projection.

Tableau 4 : Résumé des projections relatives à l'économie canadienne selon le scénario de référence[a]

	2009	2010				2011				2012			
	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.
PIB réel (taux de variation trimestriel annualisé)	5,0 *(3,3)*	5,8 *(3,5)*	3,8 *(4,3)*	3,5 *(4,0)*	3,5 *(3,8)*	3,3 *(3,8)*	2,8 *(3,3)*	1,9 *(2,8)*	1,9 *(2,2)*	1,9	1,9	1,9	1,9
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	1,2 *(-1,5)*	2,0 *(1,0)*	3,9 *(2,9)*	4,5 *(3,8)*	4,2 *(3,9)*	3,6 *(4,0)*	3,3 *(3,7)*	2,9 *(3,4)*	2,5 *(3,0)*	2,1	1,9	1,9	1,9
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	1,6 *(1,6)*	2,0 *(1,6)*	1,9 *(1,7)*	1,8 *(1,7)*	1,8 *(1,8)*	1,7 *(1,8)*	1,7 *(1,9)*	1,9 *(2,0)*	2,0 *(2,0)*	2,0	2,0	2,0	2,0
IPC global[b] (taux de variation en glissement annuel)	0,8	1,7	1,7	2,4	2,4	2,4	2,3	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
IPC global hors effet de la TVH (taux de variation en glissement annuel)	0,8 *(0,9)*	1,7 *(1,6)*	1,7 *(1,8)*	2,0 *(1,8)*	2,1 *(1,9)*	2,1 *(1,9)*	2,0 *(1,9)*	2,0 *(2,0)*	2,0 *(2,0)*	2,0	2,0	2,0	2,0
WTI[c] (niveau)	76 *(76)*	79 *(81)*	86 *(83)*	88 *(84)*	89 *(86)*	89 *(87)*	90 *(88)*	90 *(88)*	90 *(89)*	91	91	91	91

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison de janvier du *Rapport sur la politique monétaire*.

b. Contrairement à celles dont faisait état le *Rapport* de janvier, les valeurs projetées de l'IPC global présentées ici intègrent l'effet de la TVH.

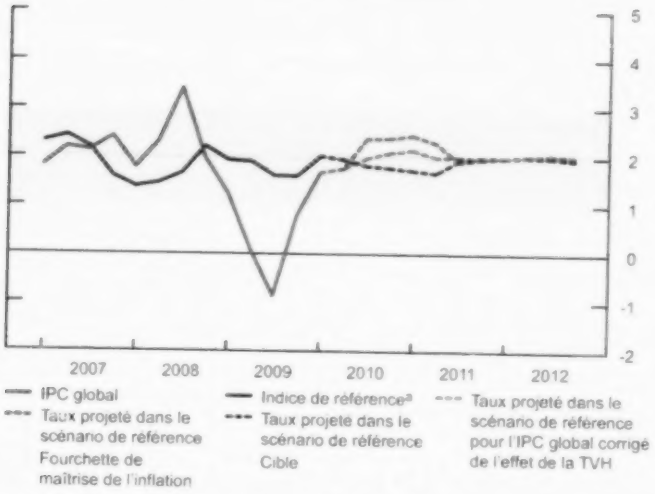
c. Les hypothèses relatives au cours du pétrole brut West Texas Intermediate (en $ É.-U. le baril) se fondent sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 16 avril 2010.

2 On prend pour hypothèse que la proportion du panier de consommation touchée par cette hausse fiscale s'élèvera à environ 15 %. L'Ontario et la Colombie-Britannique comptent respectivement pour 41 % et 14 % de la dépense totale des ménages canadiens au titre des biens et services.

3 Cela tient au fait que l'indice de référence exclut l'effet des modifications des impôts indirects payés par le consommateur, mais qu'il n'exclut pas l'effet des modifications des impôts indirects touchant les intrants.

Graphique 20 : Les taux d'augmentation de l'IPC global et de l'indice de référence au Canada devraient continuer d'avoisiner la cible de 2 % au cours de la période de projection

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



a. Indice excluant huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes

Sources : Statistique Canada et projections de la Banque du Canada

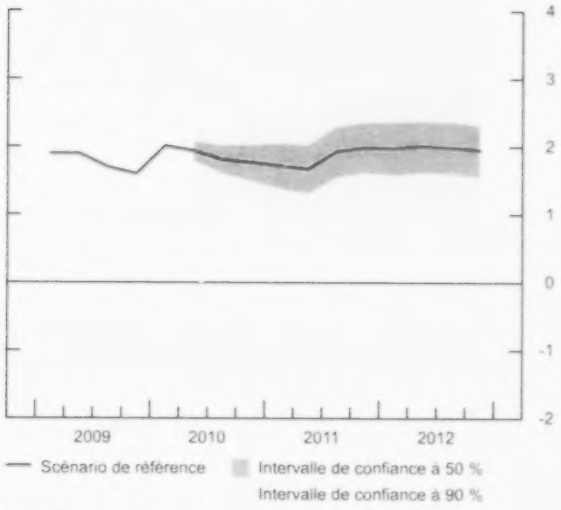
L'inflation mesurée par l'IPC global, exclusion faite des effets de la TVH, devrait être un peu plus élevée au cours de la prochaine année qu'on ne l'avait projeté dans le *Rapport* de janvier. Les effets de la faiblesse temporaire des prix des composantes énergétiques — notamment du gaz naturel — cessant de se refléter dans les données, le taux d'augmentation de l'IPC global devrait retourner à 2 % à la mi-2010. Si l'on prend en compte les effets de la TVH, l'inflation mesurée par l'IPC global devrait se situer légèrement au-dessus de 2 % au cours de la prochaine année, avant de regagner la cible au second semestre de 2011.

L'incertitude pesant sur la projection de la Banque en matière d'inflation est illustrée à l'aide de graphiques en éventail. Les **graphiques 21** et **22** présentent les intervalles de confiance à 50 % et à 90 % relatifs au rythme d'augmentation sur douze mois de l'indice de référence et de l'IPC global pour la période allant du deuxième trimestre de 2010 à la fin de 2012[4].

4 On trouvera des explications techniques sur la construction des graphiques en éventail dans le site Web de la Banque, à l'adresse http://www.banqueducanada.ca/fr/rpm/pdf/document_graphiqueseventail.pdf.

Graphique 21 : Projection relative à l'inflation mesurée par l'indice de référence

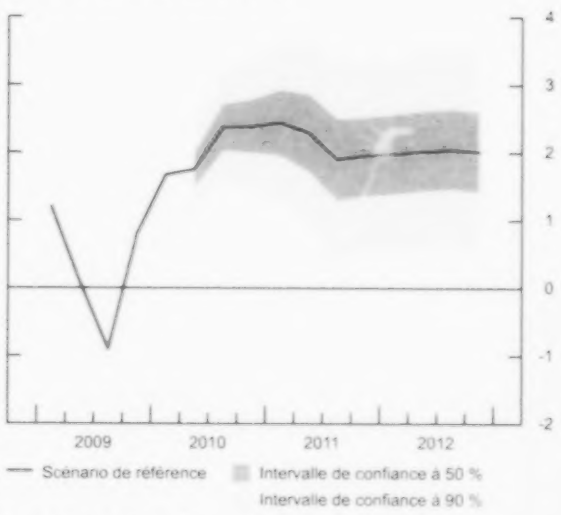
Taux de variation en glissement annuel



Source : Banque du Canada

Graphique 22 : Projection relative à l'inflation mesurée par l'IPC global

Taux de variation en glissement annuel



Source : Banque du Canada

Les mesures d'intervention

En réaction à la récession prononcée et synchronisée à l'échelle du globe, la Banque a abaissé rapidement le taux cible du financement à un jour en 2008 et au début de 2009 pour l'établir au plus bas niveau possible. Grâce à l'engagement conditionnel qu'elle a pris en avril 2009, elle a aussi donné des indications extraordinaires quant à la trajectoire probable du taux directeur. Cette politique non traditionnelle a fourni une impulsion additionnelle considérable pendant une période marquée par une conjoncture économique très défavorable et des risques importants à la baisse pesant sur l'économie mondiale et l'économie canadienne. À la faveur de l'amélioration récente des perspectives économiques **(Note technique)**, ces politiques exceptionnelles deviennent moins nécessaires et il convient de commencer à atténuer la détente monétaire en place.

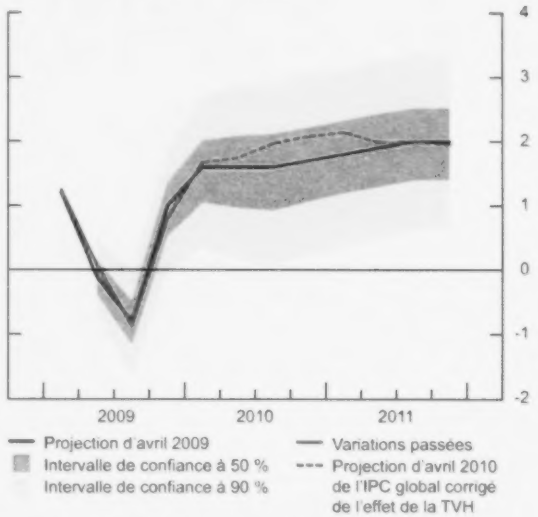
Le 20 avril, la Banque a maintenu le taux cible du financement à un jour à 1/4 % et a mis fin à son engagement conditionnel. L'ampleur de tout nouveau resserrement de la politique monétaire et le moment où la Banque y procédera seront fonction des prévisions concernant l'activité économique et l'inflation et seront compatibles avec la réalisation de la cible d'inflation de 2 %.

Note technique

Les perspectives économiques actuelles sont plus positives qu'on ne l'envisageait en avril 2009

Graphique A : Tout au long du premier trimestre de 2010, l'inflation mesurée par l'IPC global a évolué d'une façon conforme à la projection d'avril 2009...

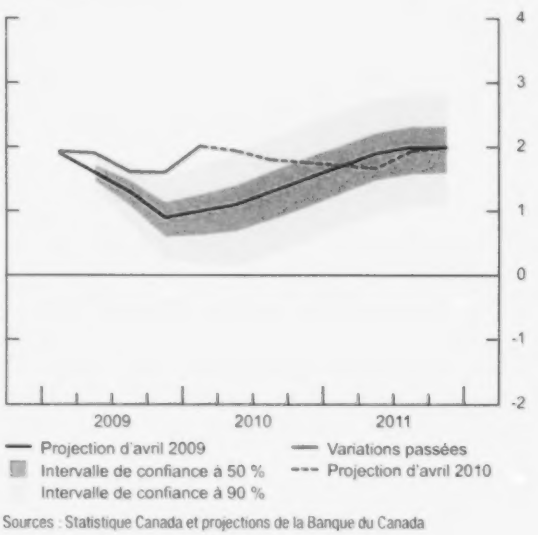
Taux de variation de l'IPC global en glissement annuel, données trimestrielles



Sources : Statistique Canada et projections de la Banque du Canada

Graphique B : ... mais l'inflation mesurée par l'indice de référence a été nettement plus élevée que ce qui avait été prévu il y a un an

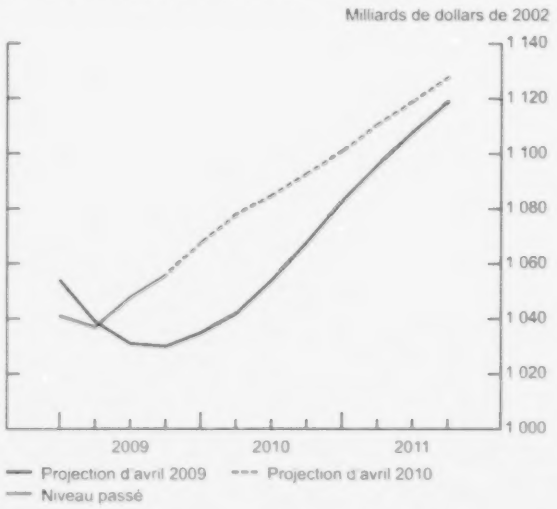
Taux de variation de l'indice de référence en glissement annuel, données trimestrielles



Sources : Statistique Canada et projections de la Banque du Canada

Graphique C : La dépense intérieure du secteur privé s'est avérée plus robuste que prévu

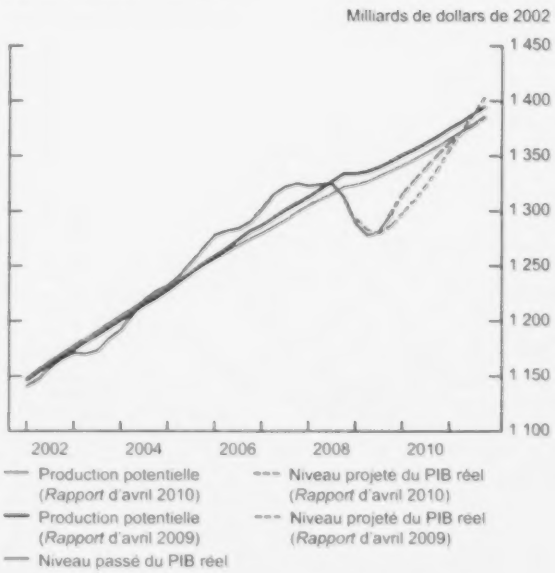
Demande intérieure du secteur privé en termes réels, données trimestrielles



Sources : Statistique Canada et projections de la Banque du Canada

Graphique D : Le niveau du PIB réel a été plus élevé et l'offre excédentaire plus modérée que prévu

PIB réel, données trimestrielles



Sources : Statistique Canada et projections de la Banque du Canada

Les risques entourant les perspectives

Malgré le raffermissement de la reprise à l'échelle du globe et au Canada, des risques considérables continuent de peser sur les prévisions de la Banque.

Les principaux risques à la hausse concernant l'inflation ont trait au fait que, sous l'influence de facteurs nationaux et internationaux, la demande de biens et services canadiens pourrait être plus forte qu'on ne l'entrevoit pour le moment. Au Canada, bien que la consommation privée et les investissements dans le secteur résidentiel aient récemment progressé à un rythme encore plus rapide qu'anticipé, la Banque prévoit que la croissance de la consommation privée décélérera pour revenir à un taux plus soutenable et que l'activité dans le secteur du logement connaîtra un repli sensible. Il se pourrait néanmoins que l'élan de la demande intérieure dépasse les attentes actuelles en raison du niveau de confiance très élevé des ménages et du caractère favorable des conditions de financement. Sur la scène mondiale, une reprise plus rapide qu'escompté pourrait créer des pressions inflationnistes additionnelles en stimulant la demande d'exportations canadiennes et en améliorant les termes de l'échange.

Il existe deux principaux risques à la baisse concernant l'inflation. Premièrement, la reprise économique mondiale pourrait être plus lente que projeté en ce moment. La Banque s'attend à ce que la demande du secteur privé soit suffisamment forte une fois que les mesures de relance budgétaire auront pris fin. Il se pourrait cependant qu'elle prenne plus de temps qu'il n'est prévu actuellement pour progresser d'elle-même et qu'elle fléchisse lorsque les politiques de relance seront abolies. Il est également possible que les inquiétudes liées au crédit souverain s'intensifient, ce qui provoquerait une hausse des coûts d'emprunt et un resserrement plus rapide des politiques budgétaires dans certains pays. L'un ou l'autre de ces facteurs entraînerait une baisse de la demande privée mondiale par rapport à la projection établie par la Banque dans son scénario de référence. Deuxièmement, la vigueur persistante du dollar canadien, conjuguée au piètre bilan du pays au chapitre de la productivité relative, pourrait brider la croissance d'une façon plus marquée que prévu et ajouter aux pressions à la baisse sur l'inflation.

Quoique les risques entourant les perspectives en matière d'inflation demeurent élevés, la Banque est d'avis qu'ils sont relativement équilibrés au cours de la période de projection.

À moyen terme, les déséquilibres macroéconomiques mondiaux continuent de présenter des risques importants pour les perspectives. Ces déséquilibres se sont certes amenuisés durant la récession, les ménages américains ayant comprimé leurs dépenses, tandis que les économies émergentes asiatiques voyaient leur demande intérieure stimulée par un train de mesures énergiques. Toutefois, une amélioration soutenue à moyenne échéance suppose non

seulement l'assainissement des finances publiques, dans le cas des États-Unis et de plusieurs autres pays industrialisés, mais aussi l'essor de la demande intérieure, favorisé par les autorités, et le rajustement des taux de change réels, dans le cas des pays en excédent. Si ces conditions ne se réalisaient pas, d'importants déséquilibres pourraient réapparaître, de même que le risque connexe d'une correction désordonnée.